全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

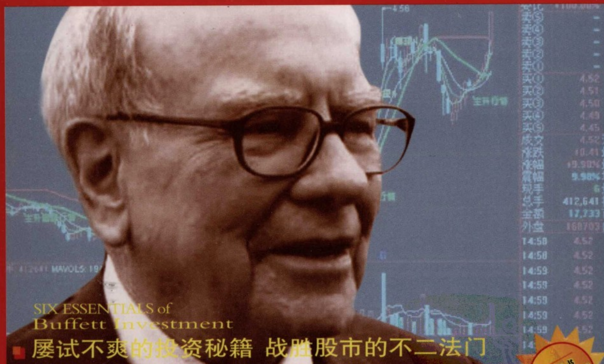


《美国新闻与世界报道》周刊强力推荐

巴菲特投资经典6要素

村 人/著

最简单有效的股市制胜法则



阅读此书
掌握巴菲特精髓

要素1 赚钱而不要赔钱	要素4 寻找能“屏蔽”对手的公司
要素2 别被收益蒙骗了	要素5 集中投资最看好的股票
要素3 关注公司的未来	要素6 一定要有足够的耐心



北京邮电大学出版社
www.buptpress.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特投资经典6要素：最简单有效的股市制胜法则/村人著.—北京：北京邮电大学出版社，2007

ISBN 978-7-5635-1572-1

Ⅰ.巴… Ⅱ.村… Ⅲ.股票-证券投资-基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第167460号

书　　名：巴菲特投资经典6要素：最简单有效的股市制胜法则
作　　者：村人
责任编辑：王洪梅
出版发行：北京邮电大学出版社
社　　址：北京市海淀区西土城路10号(100876)
北方营销中心：电话：010-62282185　　传真：010-62283578
南方营销中心：电话：010-62282902　　传真：010-62282735
E - mail：publish@bupt.edu.cn
经　　销：各地新华书店
印　　刷：北京市昌平北七家印刷厂
开　　本：787×1092 mm　1/16
印　　张：12.75
字　　数：135千字
版　　次：2008年2月第1版　2008年2月第1次印刷

ISBN 978-7-5635-1572-1　　　　定价:28.80元

·如有印装质量问题，请与北京邮电大学出版社营销中心联系·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言

简单的才是有效的

在投资业的发展史上，沃伦·巴菲特可谓当之无愧的“老大”。他几乎从零开始，仅仅靠从事股票和企业投资，积聚起巨额财富，并成为全世界数一数二的超级富翁。在40多年的持续投资生涯里（足以消除偶然因素的影响），巴菲特在股票市场的业绩非凡，获取了惊人的赢利，尽管经历了股票市场的恐慌和起落，以及几次大的熊市，但巴菲特几乎未曾遭遇过大的风险，也基本上没有出现过巨亏年度，这不能不说是一个奇迹！

虽然，其财产膨胀速度不及微软的比尔·盖茨、沃尔玛的山姆·沃顿等少数超级实业家，但他却是所有明星投资人中积累财富最多、最快也是最稳健的，作为唯一能在《福布斯》富豪排行榜上进入前十位的明星投资人，他显然令同样富有盛名的乔治·索罗斯、彼特·林奇等同行望尘莫及。

在保守的投资分析专家眼中，巴菲特被视为华尔街的一个异端：这不仅因为他不像其他金融大鳄一样每日忙碌于华尔街（他至今仍居住在奥马哈），更因为他所采用的投资策略及原则与传统或者说主流投资界大相径庭。这两点导致后人在表现巴菲特的工作方式时，永远不会选择电影《华尔街》里的场景：慌乱的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们左手拿着一只电话，右肩和脸颊夹住另一只电话，右手则用铅笔在白纸上写写划划，眼前的行情机闪烁着绿色荧光，旁边不断传来“做多”、“做空”和证券代码以及骂人的声音……

与之相反，巴菲特的生活与工作则显得悠闲得多，他甚至有大把的时间可以自由支配。他可以从容地为自己做早餐，或者躺在地板上与朋友煲电话粥。他总是给人一副气定神闲的模样，像一位深沉的思想者或哲人。

正是这位慈眉善目的巴菲特，从奥马哈白手起家，仅仅用了40余年时间便在华尔街创造出430亿美元，这种财富奇迹是怎样被创造出来的呢？即他是如何选股、怎样投资的？其中有什么秘密、什么方法？他是如何形成投资习惯并成功地运用策略的？他是以怎样一种心态来从事投资事业的？他是受哪位大师的影响而做出正确判断的？他是如何应对变化无常的股市的？

对于这位财富英雄，我们有着太多的探索欲。但是非常遗憾的是，巴菲特并没有像有些名人那样，稍微有点名气就为自己来一本或几本自以为是人生经验的书，迄今为止，他本人并没有写过任何一本专门的著作，来详细而系统地阐述他的投资理念及其投资实践。

他把这个机会留给了我们。让我们得以用一个投资者的目光，小心翼翼地从巴菲特经典的投资策略、方法、原则中，总结出极为简单，但却十分有效的6个成功要素，用真实的事例、生动的故事，朴素的语言，寓理于事地娓娓道来，在令你爱不释手的同时，使你倍感此书投资哲理的可读、可懂、可信、可学。

那么，你还在等什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

前　言　简单的才是有效的

要素 1　赚钱而不要赔钱

这是巴菲特经常引用的一句话："投资的第一条准则是不要赔钱；第二条准则是永远不要忘记第一条。"巴菲特最大的成就莫过于在 1965 年到 2006 年间，虽然历经 3 个熊市，但他的伯克希尔·哈撒韦公司却只有一年出现亏损。

巴菲特很清楚这个算术公式：如果你投资 1 美元，赔了 50 美分，那么你手上只剩一半的钱，除非有百分之百的收益，你才能回到起点。所以最好别赔钱。

- 认清自己的能力 >> 002
- 避免犯常识性的错误 >> 010
- 理性地规避损失 >> 015
- 止损，从现在开始 >> 022
- 对市场的正确理解 >> 027

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素 2 别被收益蒙骗了

巴菲特更喜欢用股本收益率来衡量企业的盈利状况。股本收益率是用公司净收入除以股东的股本，它衡量的是公司利润占股东资本的百分比，能够更有效地反映公司的盈利增长状况。

根据他的价值投资原则，公司的股本收益率似乎应该不低于15%。在巴菲特持有的上市公司股票中，可口可乐的股本收益率超过30%，安海斯·布希公司达到51%，美国运通公司达到37%。

- 确定利润的风险折扣 >> 034
- 用账面价值衡量公司 >> 040
- 这样计算股本收益率 >> 044
- 用收益率预测公司业绩 >> 050
- 巴菲特的 15%法则 >> 055

要素 3 关注公司的未来

人们把巴菲特称为“奥马哈的先知”，因为巴菲特总是有意识地去辨别公司是否有好的发展前途，能不能在今后 25 年里继续保持成功。芝加哥埃里尔基准资本管理公司的总裁约翰·罗杰斯说：“巴菲特常常说，要透过窗户向前看，不能看后视镜。”

预测公司未来发展的一个办法是计算公司预期中的现金收入在今天值多少钱。这是巴菲特评估公司内在价值的办法。然后他会寻找那些严重偏离这一价值、正被低价出售的公司。华尔街（即市场）常常在巴菲特介入后才意识到自己的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 关注商业价值 >> 062
- 重视管理方式 >> 069
- 分析财务制度 >> 080
- 怎样确定公司的价值 >> 086
- 能否继续保持成功 >> 092

要素 4 寻找能“屏蔽”对手的公司

预测未来必定会有风险，因此巴菲特偏爱那些能对竞争对手构成巨大“威胁”的公司。这不一定意味着他所投资的公司必须能独占某种产品或某个市场。例如，可口可乐公司从来就不缺竞争对手。但巴菲特总是寻找那些具有长期竞争优势、使他对公司价值的预测更安全的公司。

在 20 世纪 90 年代末，巴菲特不愿投资科技股的一个原因就是：他看不出哪个公司具有足够的长期竞争优势。

- 投资者的首选目标 >> 098
- 寻找具有长期竞争优势的公司 >> 106
- 投资更安全的公司 >> 113
- 能够“屏蔽”对手的可口可乐 >> 120
- 独一无二的吉列 >> 126

要素 5 集中投资最看好的股票

绝大多数价值投资者天性保守，但巴菲特不是。他投资股市的620亿美元集中在 45 只股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他的投资战略甚至比这个数字更激进。在他的投资组合中，前10只股票占了投资总量的90%。晨星公司的高级股票分析师贾斯廷·富勒说："这符合巴菲特的投资理念。不要犹豫不定，为什么不把钱投资到你最看好的对象上呢？"

- "少"即是"多" >> 132
- 你要持有哪只股票 >> 140
- 选择回报率高的公司 >> 146
- 在概率最高的股票下大赌注 >> 149
- 巨额投资《华盛顿邮报》 >> 155

要素6 一定要有足够的耐心

如果你总是在股市里换手，那么可能错失良机。巴菲特的原则是：不要频频换手，直到有好的投资对象再出手。

巴菲特常引用传奇棒球击球手特德·威廉斯的话："要做一个好的击球手，你必须有好球可打。"如果没有好的投资对象，那么他宁可持有现金。据晨星公司统计，现金在伯克希尔·哈撒韦公司的投资配比中占18%以上，而大多数基金公司只有4%的现金。

- 良机，在频频换手中错失 >> 162
- 不要盲目买进过多种股票 >> 169
- 要等到合适的机会再出手 >> 174
- 做一名真正的投资者 >> 180

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素❶

赚钱而不要赔钱

这是巴菲特经常引用的一句话："投资的第一条准则是不要赔钱；第二条准则是永远不要忘记第一条。"巴菲特最大的成就莫过于在1965年到2006年间，虽然历经3个熊市，但他的伯克希尔·哈撒韦公司却只有一年出现亏损。

巴菲特很清楚这个算术公式：如果你投资1美元，赔了50美分，那么你手上只剩一半的钱，除非有百分之百的收益，你才能回到起点。所以最好别赔钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认清自己的能力

“股价正在不断攀升。”这是经常挂在专业人士嘴边的一句话。《客户的游艇在哪儿》一书的作者小弗雷德·施维德对此颇不以为然：分析家们凭什么判断下一秒股价仍将上涨呢?!

事实上，仅凭每日的K线图，人们无论使用什么技术指标，都无法对行情给出一个准确的判断，就像只知道三围和其他数据，你仍然无法还原一个女人的真实形貌一样。

价值投资的鼻祖格雷厄姆对此有一句精妙的评论：“(外界评论)一家企业的状况，只有一半是事实，而另一半却是人们的观点。”通常，影响股价变化的往往是人们的观点而非事实——而这正是近年日渐兴盛的“混沌投资理论”，即“人们的心理状态决定股市的变化”这一理论的精到之处。也正因如此，不断观看阴线、阳线，研究波浪理论的投资者往往忽视了企业本身。

对此，格雷厄姆在《聪明的投资人》的最后一章中，道出了有关投资最为重要的几个字：“安全边际。”巴菲特认为，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些思想观点，从现在起至几百年之后，将仍然会被认作是合理投资的奠基石。所谓安全边际，总结为一句话就是以适当的价格购买，并长期持有它。而在赚钱之前，确定安全边际的标准应该是“不赔钱”。

“不赔钱”、“安全边际”，格雷厄姆的这一重大投资理论被他的学生——“股神”沃伦·巴菲特更为直白地解读为两条投资原则：**第一条永远不要亏损；第二条永远记住第一条。**

美国另一位成功的投资者菲尔·汤恩给巴菲特的这条原则取名叫一号法则，遵循这个法则的投资者叫一号法则投资者。其实质就是把不赔钱、不亏损、保本当作投资的基石。

以“不赔钱”作为投资目标，显示的是一号法则投资者低调看待投资盈亏的态度，看起来似乎不会获得暴利，但事实却并非如此，因为在相当长的时间里，复利会显示出惊人的力量，那些以不赔钱作为自己投资基石的投资者，只要保持每年10%或15%的收益，并且持续不断地投资十几年或者是几十年，就一定会有相当可观的收益。所以，看似低调的态度所得到的最终结果却是低风险和高收益并存。

我们可以看到，巴菲特的这种稳健作风淋漓尽致地体现在他的投资方式上。在他领导下的伯克希尔·哈撒韦公司，40多年来一直保持着平稳的收益——平均每年都保持近23.5%的增长。巴菲特取得如此好的成绩，用他自己的话说，就是管好自己的事，做自己“力所能及”的事。

他绝对不会投资他不熟悉、不了解的任何公司。他把投资目标限制在自己能够理解的范围内，这也是他能保持投资不赔钱的基本原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特说："我每年一次撰写几十页年报的活动，其实也是一个学习的过程。我发现，有些东西常常以为自己懂了，但要把它们放在纸上向股东解释的时候，才知道自己并不很了解。所以，这个活动不但使我对各行业想得更深入，而且也使我了解自己的能力界限。"

巴菲特强调，一个人的能力范围大小并不是最重要的，能比较客观地认清我们能力的界限才是最重要的。

我们可以看一看巴菲特最成功的投资实例：对可口可乐、吉列、《华盛顿邮报》等传统行业中百年老店的长期投资。这些"巨无霸"企业都是家喻户晓的全球著名企业。**这些企业都具备一个明显的特征：基本面容易了解，易于把握。**这就是巴菲特对"不熟不做"投资理念的最佳运用。他在操作过程中非常喜欢投资一些自己熟悉的公司。在他眼中，熟悉的公司主要指公司的基本面信息容易收集，具体经营情况容易把握。

这也是巴菲特在投资过程中始终遵守的一个原则：不碰复杂的企业。对于那些因面临暂时的难题而苦恼，或者因为先前的计划失败，打算彻底改变营运方向的企业，他也是敬而远之。因为在他看来，回报率高的公司，通常是那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业。而彻底改变公司的本质，会增加犯重大错误的可能。基于这些原因，他的投资对象永远锁定在自己可以很容易了解的对象上，从而增加了投资的稳妥性和安全性。他常说的一句话就是："我们喜欢简单的企业。"

我们可以看出，在伯克希尔公司下属的那些获利丰厚的企业中，没有哪一个企业是从事研究和开发工作的。

有这样一件小事可以说明巴菲特不碰复杂企业的决心。伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔的一名股东曾经请教巴菲特对医药类股票的看法。巴菲特说，这不是伯克希尔公司所擅长的领域。巴菲特想说明的意思是，他绝对不会预测出哪一种药品会取得成功，哪一种药品会身陷泥潭，甚至是官司缠身。

在巴菲特看来，医药类股票和被巴菲特称为禁忌之列的科技股相类似。巴菲特承认自己没有能力预测这类科技公司的前途，因为他对目前的技术发展状况知之甚少，至于这些公司竞争对手的未来技术发展趋势他更是一无所知。

巴菲特认为，对于科技股和医药股，也许其他人比他更擅长——但是他觉得即使是那些所谓的专家，也并不一定完全值得信赖。对于一个敏感的投资者来说，这是一个充满着风险和变化的领域。也就是说，他一旦投资了这类行业，说不定哪一天就会导致赔钱的局面出现。

因为巴菲特只在他熟悉的范围内选择投资对象，所以对伯克希尔所投资的企业一直有高度的了解。这是他自始至终坚持“只在你的竞争优势圈内选股”这一投资策略的结果。

在华尔街，有人批评巴菲特的这种做法无疑是划地自限，使得他没有机会接触具有极高投资潜力的产业。但是巴菲特认为，投资的成功与否并非取决于你了解的有多少，而是在于你能否老老实实地承认自己所不知道的东西。他说：“投资人并不需要做对很多事情，重要的是能不犯重大的过错。”

在巴菲特的经验里，投资人只需掌握一些平凡的方法就能够得到平均水平以上的投资成果。其重点就在于你如何把一些平凡的事做得极不平凡。在这一点上，伯克希尔的成功就是一个鲜明的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同样的，巴菲特之所以选择《华盛顿邮报》做为投资对象，其根本原因还是缘于他对报业的深刻了解。在这一点上，我们可以从巴菲特的祖父、祖母那里说起。

巴菲特的祖父就曾经拥有并且主编过一份名为——《克明郡民主党报》的周报；巴菲特的祖母在该报社帮忙并在家里的印刷厂做排字的工作；巴菲特的父亲在内布拉斯加州大学念书的时候曾编辑过《内布拉斯加州日报》；巴菲特本人则曾是《林肯日报》的营业部主任。

巴菲特在 1969 年买下了他的第一份重要报纸《奥马哈太阳报》，以及其他一些周报。虽然他尊敬高品质的新闻事业，但巴菲特一想到报纸总是把它当做企业看待。他期望一个报社老板得到的奖赏是利润而不仅仅是影响力。拥有《奥马哈太阳报》让巴菲特学到一些报纸的经营动态。因此在开始买进《华盛顿邮报》的股票之前，他已经有四年亲手经营报社的经验。

其实，巴菲特一直这样告诫自己：买入股票时如果能掌握一些有效的原则并严格执行，就可大大减少失误，提高获利的机会。

具体说来就是，在准备买入股票之前，首先应对大盘的运行趋势有一个明确的判断。一般说来，绝大多数股票都会随大盘趋势运行，大盘处于上升趋势时买入股票较易获利，而在顶部买入则好比虎口拔牙，在下跌趋势中买入难有好结果，在盘局中买入机会不太多。投资者要根据自己的资金实力制定投资策略，明确自己是准备中长线投资还是短线投机，做到有的放矢。另外，所选股票应是处于上升趋势中的强势股。

那么巴菲特为什么不投资微软呢？这个问题，巴菲特本人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不只一次被问及。对此，他的一贯回答就是：我们对科技公司并不了解。

在伯克希尔公司1998年股东大会上，当巴菲特被问及是否考虑过在未来的某个时候会投资于科技公司时。他的回答是"No"。理由是：尽管自己一向对高科技公司很崇拜，当然也更尊敬安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，但每当他分析微软和英特尔股票时，却不能肯定这两家公司在10年后会是什么样子。所以巴菲特不想玩这种别人拥有优势的游戏。他坦言自己可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为分析这类企业的专家。即使是全美国第100位、第1 000位、第10 000位专家都轮不上自己。许多人都会分析科技公司，但巴菲特很清楚自己不行。所以伯克希尔公司宁愿与那些易于了解的公司打交道。

在美国人眼中，巴菲特就是活财神。他的旗舰上市公司——伯克希尔·哈撒韦投资公司的成就在世界上独一无二。40多年来，这家公司的资本年平均盈利率达到23.5%，其股票是全球股市上最贵的。当然，在技术股如火如荼的时候，这家公司也曾经有过黯然无光的时候。

当时，人们对巴菲特颇多微辞，这使他本人在向股东交待过去一年投资情况的年报里也不得不承认："即使乌龙侦探克鲁索（电影中的法国低能侦探），也能一眼看出你们的主席有过失……我的'资产分配'不及格，最多只有丁级。"

但是，即便如此，巴菲特也不想改变自己的投资理念。他认为，美国企业高获利水准难以长久维持，美国长期利率应该在5.5%左右，在这种情况下，股东权益报酬率能否维持在18%至20%很值得怀疑。他的投资观点是，不迷信华尔街，不听信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谣言，而要积极跟踪、购买那些被称为“烟屁股”的正在跌价的股票，并且不计较短期的得失。他只选择那些在某一长盛行业中占据统治地位，技术上很难被人剽窃，同时有过良好盈利纪录的企业。至于那些今天不知道明天会怎样的高科技公司，巴菲特总是像躲避瘟疫一样避开它们。

客观地讲，如果巴菲特把自己的投资原理应用到科技股票上，也会是有效的，但他自己却不知道该如何去做。“我确信比尔·盖茨也在应用同样的原理。他理解科技企业的方式与我理解可口可乐与吉列的方式一样。我相信他也是在投资中寻找一个安全边际。我相信他衡量安全边际的方式就像他拥有整个企业而不仅仅是一些股票一样。”

尽管巴菲特的投资原理对于任何高科技企业都是有效的，但是伯克希尔本身不肯把这些原理应用到这些高科技企业。如果巴菲特在自己画的能力圈里找不到能够做好的事，他宁可选择等待，也不会盲目地扩大伯克希尔公司的能力圈。

巴菲特不只一次申明，缺乏对科技的洞察力丝毫不会使伯克希尔感到沮丧。有许许多多行业，巴菲特承认自己并没有鉴别投资企业的能力。例如，每当评估专利、制造工艺、地区前景时，他就一筹莫展。如果说伯克希尔具备某种优势的话，这种优势应该在于巴菲特能够认识到什么时候是在能力圈之内得心应手，什么时候已经接近于能力圈的边界而近乎手足无措。在快速变化的产业中预测一个企业的长期经济前景远远超出了巴菲特的能力圈，他是不会去冒这个险的。如果有人声称自己拥有预测高科技产业公司经济前景的技巧，巴菲特既不会嫉妒也不会模仿他们。相反，他只是固守于自己所能理解的行业。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



幸运的是，几乎可以百分之百地确定，伯克希尔公司总是有机会在巴菲特已经画出的能力圈内做得很好。

巴菲特说，**自己的成功秘诀很简单，就是专门挑选那些一尺高的栏杆跨过去，而不是专找那些七尺高的栏杆，尝试跳过去。**

对待科技股，巴菲特比较客气的说法是："我并不明白科技公司的行业情形。"而比较不客气的说法则是："电脑科技日新月异、变化快速，你能看到10年后的情形吗？你能够确保10年后，你的公司还存在吗？"就此，我们可以推断，巴菲特对于电脑科技公司所抱持的态度是和外太空航行一样的："我们很尊敬、支持和感谢这些伟大的人物，但我们却不想亲自去尝试。"

在美国股市持续飙升期间，最受股市崇拜的，就是电脑科技公司，尤其是网络公司。它们只凭美丽的梦幻吸引无知的散户。有的公司自创立以来，常年亏损几千万美元。

巴菲特对于这些从未有收益的网络公司很不客气，他在1998年的伯克希尔股东大会上接受传媒访问的时候说："如果今天我是在教大学投资课程的话，我会在期末考试的时候，问学生这样一个问题：请问你如何为这些（年年亏钱的）网络公司定价？任何提供答案的学生，他会当场被判不及格！……如果你花钱买入这些网络公司的股票，你并不是在投资，而是投机。"

巴菲特认为，**投资人财务上的成功，和他对自己所做投资的了解程度成正比。这一点正是投资人与投机者的最大区别之一。**

在巴菲特看来，投资的真正定义是：先要"保值"、不亏本金，其次再来"增值"。把钱投进那些自从创立以来、和自从上市以来，都在亏大钱的公司，巴菲特不但完全没有兴趣，也一直努力劝告他人尽快抛售，以避开他所谓的"20世纪最大的骗局"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



避免犯常识性的错误

巴菲特多年来一直拥有许多企业：加油站、农场开垦公司、纺织厂、连锁性的大型零售商、银行、保险公司、广告公司、铝业及水泥公司、报社、石油、矿产和开采公司、食品、饮料、烟草公司，以及无线和有线电视公司。他或者拥有企业的控制权，或者只是拥有该公司的部分股票。无论是哪一种情形，巴菲特总是对企业运作的状况了如指掌。这在很大程度上使他避免了犯一些常识性的错误。



巴菲特认为，对于那些想在股票市场有所收获的股民来说，不但需要掌握一些基础的知识，例如金融与财会方面的常识，还需要掌握一些数学知识。但是，相对来说，心理学则是广大股民最需要学习的，因为它能帮助投资者在选择股票过程中少一些心理判断失误，多一些理性的行为。

纵观股票市场上那些不如意或经常失败的人，常常就是那些过度自信，甚至于显得非常盲目的人。

正如很多瓜农相信，经过自己精心种植出来的西瓜是世界上最甜的瓜一样，许多人相信自己的脑筋是一流的，但他的聪明程度有时却不如一个四岁小孩。无论是瓜农还是大多数相信自己脑袋聪明的人，他们的一个共同特点就是过于自信。的确，我们知道自信本身绝不是坏事，但是当它表现过头时，不利的一面即使你再怎么隐藏，它也会显露出来。

巴菲特一直是个自信的人，但他从不过分自信。他在谈到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自己读书时的感受时说，他明白自己不是班上最受欢迎的人，但也不是最令人讨厌的人。

投资者在股票市场选择买进某只股票的时候，之所以常常犯常识性的错误或做出不符合逻辑的推论，罪魁祸首多半是缘于“过度自信”。这些信心过度的炒股者，不但他本人会做出违犯常识的举动，而且还会很快感染其他人，进而对整个股票市场产生一种使人莫名其妙的影响。

走进股票市场看看，大多数投资者都认为自己很聪明，如果事情到此为止，也没什么要紧。然而，让人可气的是，他们会凭借这种自以为是的聪明，认为自己已经跑到股票市场的最前面，并买进了能够获得丰厚利润的股票。虽然这些投资者也阅读过许多股市信息，可是他们得到的是能够支持他们观点的信息，对那些反对自己观点的信息，他们则一概置之不理。而使其视之为珍宝的信息，都是他们想见的、想听的。对这样的投资者而言，他们绝对不去注意那些鲜为人知的、对事态发展起着关键作用的信息。

正因为大多数机构投资者与个人投资者都有过度自信的毛病，所以他们不断地买卖各种股票，并想当然地认为自己能抓住市场波动的脉律而大获其利。这就是为什么市场的交易量总是很大，股票换手率总是很高的最真实原因。

我们看到，许多证券商之所以过度自信地对市场做出错误的预测，往往是因为他们自认为比别的投资者更了解股市，也更能把握得了市场。他们可能搜集了大量的信息，进而对市场的变化有很强的敏感。但事实上，他们所知道的东西别人也同样知道，而别人可能还注意到了被他们所忽略或排斥在外的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息，这些人的自信终将会在事实面前被击得粉碎。

有些专家认为：现实生活中，对自我有客观认识的人并不多，认为自己比别人聪明者在一定程度上却占有很大的比例。而盲目自信对投资者而言可谓是有百害而无一利。所以巴菲特奉劝投资者，当你觉得自己有百分百的把握去购买某只股票时，切记不可将这种信心当成是理由。

许多杰出的投资者与那些自以为聪明、且自信能够以快速反应来战胜市场的投资人不同，他们更愿意做一个动作缓慢却最终得到胜利的老黄牛。他们并不想在今天或明天的股市变化中捞些小钱，后天又损失一笔大钱。他们只是认真地做好每一笔交易，并最终让自己以及那些信赖自己的股东们都变成富翁。比如巴菲特就是一个例证。



股票投资实际上是一种数字游戏。许多自称为大师的人物试图将其赋予科学的外衣，幻想用公式图表、数学模型来解释股价的涨跌，而这样做的结果除了是隔靴搔痒，没有更恰当的说法。可以这样说，在股票投资市场，还没有一个能够如牛顿定律般适用广泛的法则。

当然，我们不能否认的是，投资是一门艺术，并不是说只要你智商够高就能做得好，它还需要你的某种直觉与悟性。

正如广大股民所了解的那样，投资决不是三言两语能够说得清楚的，谁也无法给你一个标准答案。但有两点却是确定无疑的：投资的复杂性以及心理学在投资领域中起着非常重要的作用。早在几十年前，巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆就将股市比喻为一个多变的“市场先生”。格雷厄姆还告诉巴菲特，成功的投资者往往是那些个性稳定的人，投资者最大的敌人不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能控制自己的情绪，仍然难以从投资行动中获益。

为了理解股价的非理性，格雷厄姆建议我们不妨假想你与“市场先生”是一家上市公司的两个合伙人，若不出意外的话，“市场先生”每天会报出一个价格，它愿以此价格来购买你的股份或将它的股份卖给你。尽管你们合伙的企业经济特性和经营状况稳定，但“市场先生”的情绪和报价却并非如此。由于“市场先生”的情绪是不稳定的，有些日子“市场先生”会因情绪高涨而只看到未来光明的一面，在这些天中，它会给你们的合伙企业股份报出非常高的价格。而在另外一些时间里，“市场先生”可能会表现得非常沮丧，未来在它眼中除了一团麻烦以外不再有任何希望。此时，它会给你们的合伙企业股份报出非常低的价格。

格雷厄姆说：“‘市场先生’还有另外一个惹人喜爱的特点，它从不介意被人冷落。如果它今天的报价被你忽略了，明天它还会继续报出一个新的价格。有用的是‘市场先生’的皮夹子，而不是他的智慧。如果‘市场先生’的表现很愚蠢，你就可以轻易地忽视或利用它，但如果你在它的影响下摔了跟头，就会出现灾难性的结果。”

由此，巴菲特提醒广大投资者，要想获得投资成功，就必须对企业具有良好的判断并使自己免受“市场先生”的情绪旋风之害，巴菲特自己常把格雷厄姆的比喻牢记在心，以便使自己摆脱市场情绪的传染和左右。

正是基于对“市场先生”的不信任，格雷厄姆说：“一个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



决不能因为一只股票涨了就买入它，或是因为它跌了就卖出。”

同样，巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司的年报中介绍了这样一个故事。

一个靠石油起家的大亨死后想要升入天堂，但圣·彼得告诉他说，天堂里为石油投资者保留的位置已经没有了，他只能去地狱了。这位大亨想了一会后，请求对天堂里的居住者说句话。这对圣·彼得来说似乎没什么坏处，他同意了这个人的请求。这位大亨于是大声地向天堂里的人喊道：“地狱里发现石油了！”话音刚落，天堂里的石油投资人蜂拥而出，涌向地狱。圣·彼得非常惊讶，于是请这位大亨进入天堂，但是这个时候，这位大亨反倒迟疑了一下说：“不，我认为我应跟着那些人，万一地狱里真的发现了石油，那我岂不是要错过发财的机会吗？”

这则小故事让巴菲特感到非常迷惑，那就是：有那么多受过良好教育、经验丰富的职业投资家在华尔街工作，但证券市场上却并没有因此而形成更多逻辑和理性的力量。实际上，机构投资者持有的股票往往价格波动最剧烈。

在很多人眼里，股票投资是一个充满迷信的领域，似乎谁都有话要讲，但谁都不敢确定自己的话就是千真万确的，而且还常常被认为是有骗人之嫌。但有一点是可以肯定的，杰出的投资大师一致认为：股民们的心理在股市所起的作用远远地超出了人们的想象。可以说，每一个出色的投资家，都是出色的心理学者。他们都具有某种洞悉人们心理的直觉或天赋，这让他们在多变的市场里比别的投资者快一步，从而在这个多数人注定成为输家的游戏中得到高额的报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资就像一个有许许多多人参与的游戏，各种不确定、真假难辨的信息无时无刻地都在影响着我们的判断力。在这种状况下，大多数人的表现会比他们真正的智商要低得多。这也是导致他们更多地犯常识性错误的主要原因。

理性地规避损失

投资界的一大特点是：如果你输了 20%，你必须要赚回 25%才刚好回本。如果你亏了 50%，那你就必须赚回 100%才能回本。作为投资大师的巴菲特也非常清楚这个道理。所以，他经常会把这样一句话挂在嘴边：“投资的第一条准则是不要赔钱；第二条准则是永远不要忘记第一条。”

巴菲特最大的成就莫过于在 1965 年到 2006 年间，虽然历经 3 个熊市，但他的伯克希尔·哈撒韦公司却始终保持在年收益 23.5%以上。就是说，即使在熊市，巴菲特也能依靠自己的清醒头脑，顺利地规避股票投资的损失。

要想避免投资失败，我们要先明确有哪些因素会导致我们的失误。一般来说，导致投资损失的原因有：

(1) 投资者面临很大的风险，并且置身于发生损失的极大可能性之中；

(2) 投资者的投资方式跟不上通货膨胀和利息率的变动；

(3) 投资者所持有的股票时间太短，没有充分认识到它的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而巴菲特之所以能够成功地规避掉这三个失误，在很大程度上是得益于格雷厄姆、费雪和凯恩斯这三位投资大师的影响，是他们为巴菲特点亮了走向成功的明灯。

首先，格雷厄姆规避损失，增加投资收益的策略是他有一套行之有效的投资理论，即着重对企业进行数量分析，并建立了完整的股票分析模型。格雷厄姆的意思是，投资者应当更多地关注投资的时机，尽量选择在某个企业的价值被市场低估的时候买入。比如说，你在一个健全的企业仅以它自有资本三分之二的价格出售时买进，然后在市场价格达到它的资本账面价值时卖掉，这样的投资操作，就会把风险降到最低，而收益却会最大。

格雷厄姆的具体方法是不把注意力仅仅放在行情上，而是放在股票所代表的企业上，通过对企业的盈利状况、资产状况及未来前景的分析来评估企业的内在价值。他的依据是：市场绝对不能够精确地衡量出企业的价值。相反，它更像是一个“投票机”，每个人的决定都掺杂着理性与感性的成份，从而导致股票价格与企业真正的价值相去甚远；而投资的真正赢利点在于，你要在市场的价格远远低于企业内在价值时进行投资，然后等待价格回升。换而言之，格雷厄姆规避损失的策略可以概括为三点：

(1) 坚持理性投资；

(2) 确保本金安全；

(3) 以可量化的内在价值为选股依据。

巴菲特在后来的投资实践中，一直遵循着格雷厄姆这些规避损失的策略，创造了有目共睹却无人能及的投资奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了格雷厄姆之外，对巴菲特投资影响最大的人就算费雪了。巴菲特本人在谈到费雪对自己的影响时说道："我从他那里学到了：走出去与竞争者、供应者、顾客交谈，从中找出一种行业或是一家公司是如何实际运作的。"这也是规避损失的最好方法之一。

费雪认为，投资者要通过三个步骤正确分析公司的运行情况。

(1) 通过企业的年度和中期报表、最新的投资说明书、代理人材料以及报送证券交易委员会的补充数据等资料，对企业进行初步了解。

你首先要试着对这个公司的会计账目管理的特点有个印象：他们有多少钱投资在研究和发展项目上？这些项目对于公司意味着什么？管理者的背景和薪金水准，以及边际利润的走势如何……此外，你还应当翻阅一些资料，基本了解一下投资大众对这个公司的看法，因为在现实和大众看法之间的不同可以创造好的投资机会。

(2) 尽量从商业信息背后挖掘普通投资人看不见的其他信息。

就是说，投资者要尽可能地培养自己的信息敏感度和信息整合能力，尽量多地关注所有关于所要投资的企业的消息。有时候，从十分不相干的旁观者那里，你可能会得到一些极为重要的消息。也许你能收集到比一个公司实际情况更多的信息，同时你也可能对这个公司有了进一步的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(3) 经常性去投资对象那里拜访其管理者。

通过拜访所投资企业的管理者，你至少能得到以下几个信息：公司确定的商业策略；策略是否执行到位；管理者自身的素质。在考察该公司管理层方面，要特别注意：长、短期目标之间的协调；推销部门的训练问题；研究工作的进展情况；雇员对公司的忠诚度；关于长期性的削减开支的方法。

费雪另一个规避投资损失的策略是长线投资。因为投资者要想在股市上赚大钱，必须选择一个优秀的企业，然后一直持有它的股票，不管该公司是否在今后的哪一年出现了严重的亏损。只要能坚持一个相当长的时间，你终将会发现，你的投资价值最终会超过你刚买进时的价格。当然，想依此方法获利的前提是，你必须选择具有真实潜力的股票买进。

费雪崇尚长期投资，他对那些只想着利用短期波动来套利的作法嗤之以鼻。他毫不客气地说："在我的人生字典中，我没有看到哪一个做短线的投资者最终赚到了钱，而靠长期投资赚钱的人却不计其数。"他认为，在股市中，投资者最常犯的严重错误就是一味地追逐短期利益。"投资资金损失最多的也是这样的人。"

在费雪看来，大多数投资者常常看上一大堆数据，然后以此为依据找出那些他们自认为不错的股票，或者根据所谓的"可靠消息"来选择购买的时机，这种购买股票的方法是十分愚蠢的。事实上，那些投资机构的专业人士也常常是用这样的方法来选股的。费雪认为，由于各种不确定性因素随时都在进行干扰，经济形势的变化往往出乎人们的预料，就连那些最为权威的机构也不敢标榜自己的预测就是准确可行的。所以，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者将几万甚至几十万的资金押在所谓的“可靠消息”上，是非常不可取的。此外，在复杂的股市环境里，投资者应该擦亮眼睛，不要陷入到从众心理的深渊之中。因为在股票市场上，投资者的情绪与意识很容易互相传染，并想当然地认为：拥有相同看法的人越多，这种看法就越是正确。

费雪认为，投资者购买股票的最佳时机有如下三种。

（1）在某个前景看好，具有投资价值的新企业刚开始启动时就开始买入，这个阶段一般会持续几个月，甚至一年。

原因是企业的新产品刚刚开始上市时，需要有一个打开销路的较为困难的时期。大多数投资者因而对其信心不足，你完全不必担心这个时候的投资对象会成为大家追捧的目标。

（2）当颇具实力的公司被一些坏消息如失误及其他临时性的错误困扰，因而导致股票价格下滑时，投资者可大量买入。

（3）选择那些资本密集型的行业，针对其中具有前途的项目进行投资。

费雪还提醒投资者：对于那些能给竞争对手构成威胁的企业，随着市场占有率的扩大，产品的销量也会随之增加，公司的利润也会大大增加。所以，在其股票价值上涨到真正反映出这种前景之前，你都有购买的机会。

对巴菲特产生过巨大影响，使其立于不败之地的，还有凯恩斯。他是一位著名的宏观经济学家，同时也是一位出色的投资家。

凯恩斯认为，成功投资者的智慧并不在于他用什么方法预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



测到了投资的收益，而在于他能不失时机地把坏东西推给别人。他提示投资者：只要你仔细观察就可以发现，**在股票市场上，最精明的人只预测二个方面：一是群众心理；二是他们将要采取的行动。**而对事件的真正趋势他们则置之不理。凯恩斯认为，不管群众是否有道理，只要能比他们领先一步就是赢家。而大多数人往往对于自己的投资都存在某种心理障碍，很难对股市做出什么理智的预测，但对眼前的表面现象却无比信赖，因此极容易被引诱，从而上当受骗。对这些投资者来说，资金的损失也是不可避免的。

凯恩斯说："预测要根据事实，而事实可以分为两类：一类是不太清楚，可是关系重大的事实；另一类是较清楚，但关系不大的事实。大多数投资者一般都依据第二类事实预测将来，其非理性的一面远远超出了我们的想象，正如大家所见到的那样，许多在股市外还非常聪明的人，一旦进入股市开始玩起股票游戏，就变得愚蠢而不可理喻。这就是为什么在投资市场上，总是有人如牛一般被人牵着鼻子走的原因。"

凯恩斯认为，投资者首先要学会思考，识别哪些信息是别人硬塞给你的"坏东西"，千万不要轻信所谓"投资专家"发出的信号。

受其影响，作为一个远离华尔街的投资家，巴菲特也曾多次告诫人们要提高警惕："许多领域的专家，能给这个领域的门外汉带来许多帮助。但总的来说，在这些专职的资金运营者那里，人们往往得不到任何可以为他们的金钱带来好处的东西。但华尔街却喜欢将这种不断激增的、疯狂的金融游戏描述为一种复杂的、有益于社会的活动，这实际上是简化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了复杂而有着精细协调的社会经济。”

相比之下，凯恩斯更为全面的投资基本准则是：

(1) 对准备投资的几家公司进行仔细选择，一定要考虑到它目前的价值和潜在的价值是否存在一定的上升空间，同时将它与其他投资方式进行对比，之后再做出选择。

(2) 对你选定的投资进行长期持股，不要因股价的稍微波动就放手。要坚持持股，直到见到投资成绩或是此项投资被证明是错误的时候才放手。

(3) 建立一个合理的投资段位。在个股的持股量比较大的时候，会存在相当多的风险。但是，只要投资段位合理，一样可以将风险控制在可承受的范围内。

凯恩斯认为，投资者对所要投资的股票不但要认真筛选，关键是要将数量控制在一定的范围之内。此外，凯恩斯特别看重分析股票的内在价值与市场价值，并从中找出最佳的投资对象。凯恩斯很清楚地知道，研究整体股价变动的想法是不切实际的，也是不可取的。在投资的过程中，人们总是希望能够低价买进高价卖出，但往往事与愿违。最终，成了高价买进低价卖出，大多数投资者因而损失惨重。如果这种心态蔓延开来，则会使整个市场变得更加失去理性，引起剧烈的波动。

我们从巴菲特40多年的投资生涯中，不难看出格雷厄姆、费雪及凯恩斯对他的影响。他们三个人都奉行集中投资策略，对所要选择的投资都是极为慎重的，而且一旦拥有就不会轻易放弃。从某种程度上说，这对规避损失起着关键性的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



止损，从现在开始

巴菲特很清楚这样一个算术公式：如果你投资 1 美元，赔了 50 美分，那么你手上就只剩了一半的本金，在这种情况下，除非有百分之百的收益，你才能回到起点。所以他告诫投资者最好别赔钱。

谁都明白，股市是个高风险之地，谁也不能保证自己对每一只股票的投资都是正确的。那么，一旦出现赔钱的迹象该怎么办呢？巴菲特的答案是：立即实施止损措施。止损，在英文中表述为 stop loss，意思是控制损失。对于股票投资者而言，这个字眼令人很不舒服。如果你也是非常厌恶这个名词并进而拒绝在投资中引入止损措施的话，那么你无疑是在自己的投资中埋下了一颗定时炸弹，它迟早是要毁灭你和你的财富的。而且，对于投资者而言，一次大亏足以毁掉前面 99 次的利润。所以，严格遵守止损纪律便成为确保投资者生存下去的唯一法则。

往往有很多相当专业的投机者，他们既精通技术分析，也曾在多次的投资活动中取得赫赫战果，但就是因为过于自信，没有及时止损，结果一次失手造成重大损失，从此一蹶不振。这样的例子比比皆是。

而我们的许多股民朋友也常犯相同的错误，只知道买进股票后赚了钱出局，却很少主动在适当的亏损位置止损平仓走人。

他们认定进入股市是为了快速致富，因而很少考虑（或根本不考虑）股市风险。这就会导致当股票价格到达止损位时，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者失了方寸，患得患失，止损位置一改再改。有的投资者甚至临时变卦，逆势加仓，企图孤注一掷，以挽回损失。有的投资者在亏损扩大之后，干脆采取“鸵鸟”式作法，听之任之。

这些投资者明知大盘趋势会继续向下运行，自己手中持有的股票也已进入下降通道，但他们仍然心存侥幸，总希望不久就会强劲反弹。在始终看不到反弹出现的情况下，则更不甘心亏本卖出。于是，日复一日地在期待反弹中等待。却不知股价已经在盲目的等待中不断缩水。本来只要止损就能降低亏损，结果却在坚持长线捂股，不肯认输的错误思想指导下越亏越大。

这些人也许根本不知道世界上最伟大的交易员都会遵循一个有用且简单的交易法则，叫做“鳄鱼法则”。这源自于鳄鱼的吞噬方式：猎物愈试图挣扎，鳄鱼的收获愈多。假如你被鳄鱼咬住了一只脚，它不会马上就把这只脚吃掉，而是等待着你的挣扎。如果你用手臂试图拔出你的脚，鳄鱼的嘴巴就会同时咬住你的脚与手臂。你愈挣扎，就陷得越深。所以，你务必要记住：万一鳄鱼咬住你的脚，你唯一生存的机会便是牺牲那只脚。对股市而言，这项原则就是：当你知道自己犯错误时，唯一正确的做法就是立即了结出场。不可再找借口、侥幸期待、强调理由或采取其他任何行动。

巴菲特强调：**止损要讲究科学，只有懂得科学止损才是股市获胜的根本保证。他把科学止损的目的归纳为：回避风险、保住本金、求得生存。**

为了让投资者真正认识到止损的重要性，巴菲特举了这样一个例子：一个分析准确率在40%左右的投资者和一个分析准确率在80%左右的投资者，谁能够在投资中更长久地生存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 双倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



呢？表面看来，后者胜算更大一些，但实际不然。如果不能有效地实施止损措施，不能有效地控制风险，后者往往不如前者表现得好。

假设两个人都是10万的投资资金，前者每次的风险控制在2%，十次交易中四次盈利六次亏损，结果六次亏损损失是1.2万。而后者每次的风险控制在20%，十次交易中两次亏损，亏损额达4万。所以，在亏损额相差2.8万的情况下，后者必须比前者多盈利2.8万才能保持一样的业绩。而这必须是在后者先盈利后亏损的情况下才有可能做到。如果后者在十次交易中刚开始就连续两次亏损，那么继续交易的本金实际上只有6万元。在资金量大幅缩水的情况下去增值2.8万元的利润，难度无疑增大了许多。



通过上面的例子，我们可以很容易地得出这样的结论："如果不能有效止损，合理控制风险，那么即使有比较高的准确率，也未必有好的业绩表现。"

确切地说，止损点是在实际操作中股价处于下滑状态时所设立的出局点位。一般来讲，逢市值上涨时，止损点须及时提高；相反，在市值下降时，止损点可适当降低。这样有备而来，则可以防患于未然。

设立止损点的目的是为了最大限度地保住胜利果实，防范可能发生的市场风险。在此，必须说明的是，设立止损点并不是为了赚钱，在更多的时候是为了使亏损尽可能减少。

巴菲特告诫投资者，设立了止损点就必须执行，尤其是在刚买进就被套牢的情况下。如果发现错了又不回避，等股价大跌40%~50%时，将更加得不偿失。所以发现错了就应及时止损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出局。在抛出的时候，用“快刀慢割”的手法，挥泪也得出。

巴菲特认为，在实际操作中，止损点有一定的缓冲空间，缓冲空间的确立则是比较讲究的。一般而言，做短线投资的缓冲空间在5%~8%之间，做中线投资的在8%~13%，做长线投资的在15%~20%之间，要注意的是无论是做长线还是短线投资，都须设立止损点。如果一只股票从最高点下跌6%，说明它在走弱，如果跌去10%，至少说明该股已处于调整中。投资者要针对股市走势，结合自己设立的止损点做出相应的对策。

下面这些止损方法是有经验的股民常用的技巧。

(1) 投资者在买入股票时一定要慎重，反复研究。

没有经过慎重考察的买卖行为就如同打牌时不看牌就出牌一样，出现损失是迟早的事情。止损只是一种风险控制的措施而不是股市投资的目的。

(2) 不同的大势下止损方法也会有所不同。

牛市中，大多数股票都有轮番上涨的机会，投资者只要不贪心，沉得住气，手中的股票迟早会有表现的机会，套牢的情况比较少，只是赢利的多少有区别而已。这种情况下，止损这把利刃不能轻易出鞘，除非你有非常好的理由。而在熊市当中则是现金为王，止损就是你保命的不二法则。请记住！当你被市场这只巨鳄咬住一只胳膊的时候，千万不要做无意义的挣扎，忍痛丢掉那只胳膊，赶紧出场。否则你将赔掉另外一只胳膊甚至性命。

(3) 不同的个股止损方法不同。

世界上没有完全相同的两片树叶，股市里也没有完全相同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的个股走势图。即使是同一个主力，在操作不同的股票时手法也是不同的。因此，投资者一旦买入股票，必须做仔细深入的研究，以便根据每只股票的不同特性来制定恰当的止损措施。

(4) 止损位的设置依不同情况有所区别。

止损位的设置是止损计划的关键，一般根据有关技术位和投资者的资金状况来确定。但在不同的止损依据下，设置止损位考虑的重点也有所区别。比如，对个股止损，一般根据个股的技术位和投资者对亏损的承受能力来设置；如果是对股指止损，则根据大盘的技术位和投资者对亏损的承受能力来设置；对资金止损，则主要根据投资者对亏损的承受能力来设置。

不论哪种止损措施，需要考虑的莫过于亏损承受力和技术因素，前者是因人而异的，也无客观的标准而言，可以是7%，也可以是10%，但技术因素则涉及到技巧和经验。常见的方法是结合技术位来设置止损位。此外，止损幅度的确定还应考虑排除日常价格波动的影响，止损幅度过大，则丧失了止损的本意，使一次错误就造成很大的损失；止损幅度过小，很可能形成无谓的损失，因为在这种情况下，止损位容易在股价的正常波动中被触及。

下面再来介绍一下几种常见的止损方法。

(1) 保本止损法。

如果投资者在买入某只股票后，发现股价迅速上升时，则应立即调整初始止损价格，将止损价格上移至保本价格（买入价+双向交易费用），此法非常适用于T+0操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）趋势止损法。

这种方法的具体操作方式是：以某一实战中行之有效的趋势线或移动平均线为参考坐标，观察股价运行，一旦股价有跌穿该趋势线或平均线的迹象，则立即离场。

（3）时间周期止损法。

投资者在买入股票前，要对买入的股票设定持有时间，如1天、3天、一星期、两星期等等，如果买入后持有时间已经达到设定期限，但股价没有发生预期走势，同时也没有达到设定的止损位时，千万不要转换持股的“时间周期”，而应该立即离场，以免将“短线投资”变成“长线投资”，最终成为“长期套牢”。

对投资者而言，投资就是为了赚钱，最大的目标是如何使自己手中的资金由10万元变成20万甚至40万元。但是，赚钱的前提是要控制好风险，本金是投资人的战斗力和生命力，只有保证本金安全才有可能长期在市场中生存，才有可能等到好的投资机会，才能不断地取得胜利。这一点，是无数投资人都已经证明了的真理。

对市场的正确理解

巴菲特一再强调，投资者必须保持理性，只有这样才能战胜非理性的市场。在这一方面，巴菲特堪称表率。他在第一次碰到1968年的大牛市时，毅然做出了退出的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时，美国股票的日平均成交量达到了 1 300 万股，比 1967 年的最高记录还要多 30%。股票交易所被大量的买卖单据压得喘不过气来，这在美国的历史上还是第一次。而且这样的情形一直持续了许多天。到 1968 年 12 月，道琼斯指数竟然攀升到了 990 点，1969 年初又升到 1 000 点以上。

面对一天比一天令人狂热的股市，巴菲特清醒地意识到，狂热背后的危险正在一步步逼近，为了防止自己的盈利付之东流，在 1969 年 5 月他最终拿定了主意，做了一件非同寻常的决定：解散巴菲特合伙公司。当时市场正处在牛市的高潮中，很多股东对此大为不满，巴菲特的解释是："我无法适应这种市场环境，同时我也不希望试图去参加一种我不理解的游戏而使自己像样的业绩遭到损害。"

事实证明巴菲特的决定是无比明智的。就在巴菲特退出股市不久，股票交易所的平均每一种股票都比 1969 年初下降 50%。而在这次近似疯狂的牛市中，巴菲特合伙公司没有赔一分钱。

巴菲特说："这场游戏的参与者是那些容易受骗的人、自我陶醉的人和无所顾忌的人。我相信，当这一时期的股票市场和商业发展被写进历史的时候，这是一个很好的例证，这种现象将会被认为是最重要的，也许是最具特色的狂躁病的表现。"

"在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。"

这是巴菲特战胜市场的根本原则。所以当他第二次碰到大牛市的时候，他选择了卖出大部分股票。

美国股市在 1972 年出现了历史上的第二个大牛市，股价大幅上涨。当时几乎所有投资基金都集中投资到一群市值规模大、企业声名显赫、被称为"漂亮 50 股"的成长股上，如雅芳、施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乐、宝丽来、柯达和得克萨斯仪器等等，这些企业的平均市盈率奇迹般地上涨到 80 倍。

在巴菲特的指挥下，伯克希尔公司开始大量抛出股票，只保留了 16%的资金投资于股票。

结果，“漂亮 50 股”的股价在 1973 年初开始大幅下跌，道琼斯指数也不断回落，市场摇摇欲坠。那些 1969 年上市的公司，如沃尔特·迪斯尼、通用汽车、施乐、IBM、西尔斯等，眼睁睁地看着自己的股票市值跌了 60%。

甚至到了 1974 年 10 月初，道琼斯指数更是从 1 000 点狂跌到 580 点，美国几乎每只股票的市盈率都跌回了个位数，这在华尔街非常少见。对那些被套牢的投资者来说，恐慌性的抛盘似乎永远不会停止。而另一些投资者竭尽全力持有自己的股票，等待着反弹，但是反弹迟迟不见踪影。他们被弄得筋疲力尽，最后不得不屈服了，他们卖出了股票。其他人也从市场的变化中得到了启示，大家纷纷抛盘。然而，抛盘招致了更多的抛盘，一个有序的市场就变成了一个产生损失的邪恶的怪圈。

到 1974 年底，已经没有几个投资者有耐心和勇气再进入股市这个竞技场，在市场一片悲观声中巴菲特却高声欢呼。他在当时接受《福布斯》记者的访问时说：“我觉得我就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国。投资的时候到了。”是的，投资的时候到了！观望了许久也等待了许久的巴菲特，在这个时刻终于裹挟着大量的资金，义无反顾地投入到了那些连市场本身都难以忍受的股票上。就像一个贪嘴孩子遇到了一家糖果店，巴菲特在看似哀鸿遍野的股市中却找到了很多有投资价值的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特之所以知道股市在什么时候被高估，什么时候被低估，并不是因为他具有超人的魔力，而只是基于几个常识性的因素。

(1) 从股票收益与债券收益之间的差异中判断股市价值。

当债券的收益逐步上升，甚至有超过股票收益的趋势时，这证明市场的价值是被高估了；当股票收益下降到某一点，但在这一点上股票收益依然在债券收益之上，这时候的股票最具有吸引力。

(2) 市场攀升的速度。

股市不会长时间地胜过整个经济的发展。投资者不应该期望公司的销售、收入和股票价格上涨的速度超过经济产出。如果股票价格上涨的速度增长了4倍，那么整个经济是处于扩张时期，市场成为股票在某一点下跌时的底部。相反，如果股票的价格下跌，而整个经济处于高涨时期，就会产生股票价值被过低估计的情况。

(3) 国家的经济形势。

当经济迅速发展，或者看上去不会停下来时，股票会呈现出增长的趋势，投资者应该考虑是否减持股票，选择另一种投资方式。同样，当经济不景气时，股票会下降到非常便宜的水平，从而具备了高回报的潜力。

巴菲特也把这些市场策略应用到了1999年的大牛市的操作中。当时，美国出现了第三个大牛市，标准普尔500指数上涨21%，然而巴菲特领导的伯克希尔·哈撒韦公司在这次牛市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中不但输给了市场，而且输得非常惨，整整亏损了20%！与标准普尔500相比，相差了41%。这是巴菲特40多年间业绩最差的一年。

从1995年到1999年，美国股市上涨近150%。出现这个前所未有的大牛市的最主要原因，是由于网络和高科技股票的过度膨胀。巴菲特自涉足股市以来，就对投资高科技股票采取敬而远之的态度，他继续坚决持有可口可乐、美国运通、吉列等传统行业的公司股票，结果在1999年牛市达到最高峰时，伯克希尔公司大败给市场。

伯克希尔公司的股东们在这一年的股东大会上也纷纷指责巴菲特，为什么不投资高科技股。几乎所有的报刊传媒也因此评说股神巴菲特的投资策略过时了，但巴菲特仍然我行我素。

他给伯克希尔公司股东的解释是："1999年我们的股票投资组合几乎没有什么变动。这一年有几家我们重仓拥有的公司经营业绩十分令人失望，尽管如此，我们仍然相信这些公司拥有十分出众的竞争优势，而且这种优势能够长期持续保持。而这种特质才是取得长期良好投资业绩的真正保证。偶尔有些时候我和芒格相信，我们可以分辨出一家公司到底有没有长期持续的竞争优势。但在大多数情况下，我们根本无法做到——起码是无法百分之百断定。这正是为什么我们从来不投资高科技公司股票的原因。尽管我们也同意高科技公司所提供的产品与服务将会改变整个社会，但在投资中，我们没有能力判断出在高科技行业中，到底是哪些公司拥有真正长期可持续的竞争优势。"

其实巴菲特早在1986年的年报中就清楚地表达了他对大牛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市的看法："还有什么比参与一场牛市更令人振奋的呢？然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。实际上由于股票持有者频繁地买进卖出以及他们承担的投资管理成本，使得他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约12%的年净资产收益，那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律黯淡无光，但却不能废除它们。"

结果证明，巴菲特对市场的理解是正确的。

美国股市在2000、2001、2003三年中跌幅分别为9.1%、11.9%、22.1%，累计跌幅超过一半，而伯克希尔·哈撒韦公司的同期业绩却上涨30%以上。

最让投资者大跌眼镜的是，巴菲特在2007年7月12日以每股平均价格12.441港元出售了1 690万股中石油的股票，出售所得款项约为2.1亿港元。就在巴菲特出售中石油股票14天后，即2007年7月26日，纽约股市大幅下跌，其中道琼斯30种工业股票平均价格指数下跌311.50点，跌幅为2.26%。受美国纽约股市大幅下挫的影响，日本东京股市日经225种股票平均价格指数下跌418.28点，跌幅达2.36%；澳大利亚悉尼股市主要股指下跌175.6点，跌幅为2.8%；香港股市恒生指数下跌641.28点，跌幅为2.8%。

人们不得不佩服巴菲特对市场的理解有着更为理智和长远眼光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素❷

别被收益蒙骗了

巴菲特更喜欢用股本收益率来衡量企业的盈利状况。股本收益率是用公司净收入除以股东的股本，它衡量的是公司利润占股东资本的百分比，能够更有效地反映公司的盈利增长状况。

根据他的价值投资原则，公司的股本收益率似乎应该不低于15%。在巴菲特持有的上市公司股票中，可口可乐的股本收益率超过30%，安海斯·布希公司达到51%，美国运通公司达到37%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确定利润的风险折扣

投资者在买入一只股票时，要确定买入的价格是过高还是过低，最可靠的方法就是充分了解该公司的真实利润。如果缺乏这种了解，投资者就无法确定自己买入的这只股票能否带来良好的收益。

巴菲特更喜欢用股本收益率来衡量企业的盈利状况。股本收益率是用公司净收入除以股东的股本，它衡量的是公司利润占股东资本的百分比，能够更有效地反映公司的盈利增长状况。而对于一家公司的真实价值，实际上是预期利润的总和通过资金的时间价值“折现”所得到的数额。

一个公司的历史记录越不稳定，它的未来也就越不稳定。这就导致风险会越来越高，它的价值就不如表现稳定的公司那样高。事实是，世界上有几家公司具有美国运通那样的稳定性呢？由于某些公司缺乏稳定的历史记录，这会使得投资者对它们的未来做出一些不真实的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为企业价值的定价标准应该是统一的。他认为，一切经营活动最终都必须通过如何把销售转化为盈利以及盈利增长率来判断。比如一家互联网公司可以用同其他任何行业相同的标准来定价，就像电力设施、铁路、电影生产商、软件开发商那样。所有这些企业的价值都应该等于它们未来预期收益的折现值。如果这些企业被预期在将来赚不到任何钱，它们就没有任何价值。所有的资产都应当被同样地估价，在经济上都应当是平等的。

尽管良好的投资并不复杂，但也不能说它是简单的。要想做一项安全有益的投资，投资者必须具备能够为一项资产进行正确定价的能力。你不必像专家一样去了解每一家公司，只需在能力所及的范围内对你想投资的公司做出定价就可以了。你的能力范围大小并不很重要，重要的是你要清楚它的边际。

巴菲特指出，投资者的目标应当以合理的价格购买一家熟悉的公司并从中获取收益。识别与估计盈利的目的就是确定你的投资风险水平。公司盈利风险越高，你为其支付的价格就应该越低，对于其他的因素也是如此。公司的真实价值与其经营的稳定性是密不可分的。巴菲特决不会长期投资具有波动性盈利历史的公司，因为要对这样的公司进行定价太困难了。

巴菲特认为，定价一家公司与定价一种债券没有什么区别。我们在定价一种债券时，往往要计算每年的收益流量，并且通过反映各种风险及机会成本的贴现率来对年收益进行折现。

机会成本表示在一个具有同样风险的、类似的投资上应该获得的收益。例如，投资者有机会投资一家潜在年收益率为 15%的肉类加工厂，同时他也可以选择买入价格 30 美元的电力股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



两项业务都具有同样的风险。为了确定电力股票的价值，投资者必须估计出将来的年盈利或者现金流，并且用每年15%的贴现率对其进行折现，如果计算结果显示价值高于每股30美元，你就应该投资于电力。如果投资者得出的价值低于每股30美元，股票就是被高估了，那么肉类加工厂就是一项更好的投资。

对盈利进行折现，就是用将来每一年的盈利或现金流除以你所选择的折现率。例如，假定企业在今后5年里预期每年的盈利为10 000美元，机会成本为15%，你用10 000美元的利润除以1.15（表示第一年的折现率），其结果为8 696美元，即是公司的真实价值。接下来要计算第二年的公司折现，投资者可以用15%的折现率对10 000美元的利润进行两次折现。计算方式是用10 000美元除以1.15的平方。计算第三年的折现，是用利润除以1.15的立方。以此类推，投资者可以看到，随着折现率的复利计算，10 000美元在5年以后的利润价值仅为4 972美元，而企业给股东则创造了33 522美元的现值利润。

在这一方面，我们看到巴菲特是运用贴现率来对收益进行折现的。

（1）把一切股票投资都放在与债券收益的相互关系之中来看待。

如果在股票上无法得到超过债券的潜在收益率，那么就选择购买债券。因此，公司定价的第一层筛选方法就是设定一个收益率，此收益率必须达到或超过政府债券的收益率。

（2）绝不耗费精力试图去为所有股票都确定合适的、唯一的贴现率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为贴现率是动态的，会随着利率、利润估计、股票的稳定性以及公司财务结构的变化而不断变动。一个定价结果，与它做出时的各种条件紧密相连。

(3) 为了确定贴现率，专家建议投资者用公司股票的波动性来描述风险。

巴菲特则以不同的方式界定风险：把注意力放在商业风险上，也就是公司股票年收益率的可预知性。如果一家公司没有任何商业风险，那么它的年盈利就是完全可预知的。在巴菲特眼里，这就同政府债券一样毫无风险。因此，应采用一个同债券一样低的贴现率。基于这种界定方式，巴菲特常常会把注意力首先集中在盈利增长率变动很小的公司上。这样，他便可以用国债的贴现率来对盈利进行折现。

巴菲特在如何运用贴现率进行收益计算方面也明显地与众不同。他会用公司的增长率和贴现率来确定股票是否比债券更具有吸引力。对于巴菲特来说，麦当劳可不仅仅值 40 美元。如果麦当劳无法维持其每股 2.50 美元的平均年盈利，他可能会倾向于购买债券，因为债券的收益是固定的；如果麦当劳能提高其年盈利的话，其股票价值就会大大超过 40 美元。当未来的盈利增加时，相对于巴菲特的原始买入价格，每股的盈利率也增加了。因此，他将愿意支付一个溢价以获得麦当劳不断增长所带来的收益。

在巴菲特看来，对高增长率的公司进行定价时，主要矛盾在于它是建立在某种不可靠因素基础之上的。为了得出一个现在的价值，投资者必须能够预测到公司的未来。如果投资者无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法预测在未来 3 年或 5 年内公司能够获得多少盈利，那么这种投资分析就存在着致命的缺陷。巴菲特相信问题就出在这里。当投资者们盲目地相信投资股票的盈利会保持不断的加速增长时，他们对公司价值的高估就不可避免了。

正如巴菲特所认为的那样，企业的真实价值是很难确定的，但是通过确凿的分析，任何企业都具有可知的真实价值。当然，要精确地估算出真实价值是非常困难和痛苦的，并且也存在着相当大的主观成份。

巴菲特在 1998 年的年报中说："历史上，伯克希尔的股票总是按稍低于企业内在价值的价格出售。但是，最近这种折扣已经消失，而且时常会出现适度的溢价。

"这种折扣的消失意味着，伯克希尔的市场价值比企业价值增长得快。这对那些已经持有股票的所有者来说是个好消息，但对新持有者或未来的持有者来说却是个坏消息。

"管理人员不可能决定市场价格，尽管他们可以通过公告和经营策略鼓励市场参与者的理性行为。正像你所猜到的那样，我自己的偏好是一种持久接近企业价值的市场价格。有了这种关系，所有者的收益就可以在整个持有期中，准确地与企业保持同步增长。这种情况下，即便市场价格围绕企业价值上下大幅波动，也不会改变持有者的最终收益。最终，投资者获得的必定与企业获得的一样多。"

另外，巴菲特也教给投资者一些计算收益的方法。

例如，每股收益是指本年净收益与普通股份总数的比值，根据股数取值的不同，又分为全面摊薄每股收益和加权平均每股收益。全面摊薄每股收益是指计算时取年度末的普通股份总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数，理由是新发行的股份一般是溢价发行的，新老股东共同分享公司发行新股前的收益。

加权平均每股收益是指计算收益时，按月对总股数加权计算所得数据。

每股收益的计算方法是公司的税后利润除以公司发行的股票总数。公式为：每股收益=税后利润÷股本总数。该比率反映了每股创造的税后利润，比率越高，表明所创造的利润越多。

股本收益率可衡量公司对股东投入资本的利用效率。它弥补了每股税后利润指标的不足。例如：在公司对原有股东送红股后，每股盈利将会下降，从而在投资者中造成错觉，以为公司的获利能力下降了。而事实上，公司的获利能力并没有发生变化，用净资产收益率来分析公司获利能力就比较适宜。

净资产收益率也就是股本收益率，其计算方法是用净利润除以净资产，得到的就是净资产收益率。公式为：股本收益率=(净利润÷净资产）×100%。当一家公司取得较高水平的股本收益率时，表明它在运用股东们提供的资产时是富有效率的。因此，公司就会以较高的速度提高股本价值，由此也使股价得到相应的提升。

在巴菲特的投资组合中，包括一些消费品及消费者周期股票，这显示了他对持续的、高水平的股本收益率的偏好。例如，可口可乐和吉列都取得了介于30%~50%之间的稳定的年度股本收益率。安海斯·布希公司达到51%，美国运通公司达到37%。这对于已存在了数十年的公司来说，是一个惊人的纪录。几乎所有巴菲特投资的上市公司都取得了平均水平为15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者更高的年度股本收益率。通过它们较高的内部收益以及低于平均水平的资本需求，这些公司年复一年地创造出了高水平的股本收益率。

用账面价值衡量公司

巴菲特之所以能够身于20世纪最有成绩的管理者行列之中，很大程度上得益于伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值记录。自从他在1965年接管了伯克希尔·哈撒韦公司以来，其股票账面价值从1964年的每股11美元上涨到了2007年6月21日每股10.8万美元；1965年—2006年，年度复合增长率达到23.5%。在世界范围内，没有任何一家上市公司能取得这样的增长记录。巴菲特把增长中的大部分归功于伯克希尔·哈撒韦公司持有的股份价值的上升。通过为伯克希尔的资产组合仔细挑选处于增长中的公司并以合理的价格买入，巴菲特确保了伯克希尔公司的真实价值及股价的迅速上涨。

举例来说，巴菲特持有可口可乐公司的股票价值如果在哪一天上涨了5亿美元，那么伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值也同样会上涨5亿美元。这并不是一厢情愿的天方夜谭，只要可口可乐的每股收益达到2.50美元，就可以使巴菲特的股票价值增加5亿美元；同样的，如果吉列普通股价值每增长1美元，就可以使伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值增长9.6亿美元（伯克希尔·哈撒韦公司拥有9.6亿股吉列股票）。巴菲特自从1988年购买了大量的可口可乐股票以来，股票价值的增长已使得伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔·哈撒韦公司的账面价值增长了 103 亿美元。或者说是每份 A 股股票增长了 6 800 美元。另外，巴菲特持有的《华盛顿邮报》股份已经使伯克希尔·哈撒韦公司账面价值增长超过 9 亿美元，每股价值增长近 600 美元。还有，政府雇员保险公司股票 20 年的上涨为伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值增加了 24 亿美元——可能还会更多，因为伯克希尔·哈撒韦公司在 1996 年收购了该公司。

没有哪家公司能像伯克希尔·哈撒韦公司这样，有足够的能力在其资产负债表中填满普通股票，它可以用老式的方法来增加账面价值。通过扩大利润，创造更高的资产收益以及小心地并购公司以增加公司价值。当账面价值由于这些原因得到增长时，真实价值也随之增长并导致股价上涨。当比较一个公司的增长记录时，一定要记住下面的事实。

某些公司可以仅凭增发股份来提高账面价值。在 20 世纪末的几年里，高科技公司为避免破产而增发了无数的新股，这种公司行为使它们声名狼藉。这些公司通过这种方式圈得的资金被用于支付账单和扩张市场。每一轮新的筹资都在其资产负债表中注入大量资金。这些公司从外表上看，的确拥有了相当可观的净值。但由于它们的商业模式无利可图，许多公司实际上正在大量亏损。

假如一个公司想创造出一个持续增长的账面价值，唯一的方法就是并购其他公司。结果会出现商业顾问彼得·德鲁克所预言的那样："资产交易是浪漫的、性感的，但它也会使你在交易之后感到怅然若失。"无可否认的是，并购当然会令一个企业迅速地增加账面价值，但是也会妨碍公司的盈利计划并减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



损公司的真实价值。这是由于公司为其并购目标支付了过高的价格，它们所花费的每一美元并没有买到一美元的价值。当然，这种不当的交易后果在几年之内是不易显现的，但是一旦显现，管理者们或许就不得不划减资产价值或者削价售出并购的股份。当执行并购的公司的股价相对于账面价值存在着一个很高的溢价时，通过增发股份来支付并购就能够使账面价值获得可观的增长。

巴菲特用账面价值作为衡量公司表现的标准，而不是用盈利和股票价格，这是为什么呢？

就像巴菲特在1988年伯克希尔·哈撒韦公司的年度报告中所写的那样："正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须改变的估计值。另外，人们在考察过程中也总会有一些偏差，这是我们永远不会给大家我们对内在价值的估计值的一个原因。然而，我们的年度报告提供的东西是我们自己用来计算这种价值的事实。

"同时，我们定期报告我们的每股账面价值，这是一个很容易计算的数值，尽管用途有限。这种局限并不来自于我们持有的可交易证券，它们按现价记录在我们的账簿上。相反，账面价值的不足之处与我们控股的公司有关，它们在我们的账簿上记载的价值可能与其内在价值大相径庭。

"这种差别可以朝两个不同的方向发展。例如，在1964年，我们可以确信地说伯克希尔每股的账面价值是19.46美元。但是，这个数字大大夸大了公司的内在价值，因为公司的所有收入来源都捆在了盈利能力低下的纺织业务上。我们的纺织资产既没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有继续经营的价值，也没有等同于其置存价值的清算价值。”

因为股市是变幻莫测的，所以巴菲特绝不会依赖于股价的变动来衡量某家公司。同时**他告诫投资者们不要用股价的年度增长来衡量一家企业的表现**。从长期看，股价变动能够反映公司的表现。但在短期之内，两者之间可能不会存在任何关系。

巴菲特关注账面价值还因为盈利容易受到许多因素的影响。比如，一个首席执行官可以运用重组费用、资产出售、坏账注销、裁员或者“资产整理”费用等几十种手段操纵盈利，抬高公司的盈亏底线。美国的公司管理者们甚至可以无所顾忌地编造他们的账目，使那些不明就里的人们认为公司正在成功地运作。而实际上这些管理者们正在把大量利润扔进下水道。看一下南方贝尔、美国电报电话公司、SBC 通讯、大西洋贝尔电话巨头们的例子：账面上，似乎他们在 20 世纪 90 年代时的盈利每年都在稳步地增长。而那些把目光盯在盈亏底线上的投资者们，基于这些公司的表现而把股价抬得越来越高。

但是这些增长是由频繁的资产注销、重组费用以及裁员带来的，这样的增长是虚假的。例如，美国电报电话公司或者南方贝尔用削减成本的手段而注销资产时，他们就按同样的数量削减了股东们的股份。在 20 世纪 80 年代和 90 年代，美国电报电话公司进行了无数次的资产注销，以至于该公司的全部会计费用超出了其所报告的盈利。

这些企业没有为股东们带来真正的价值。例如，南方贝尔的账面价值每年仅增长 2%；大西洋贝尔每股的账面价值在那段期间实际上下降了，尽管它的会计盈利以每年 5.7%的速度上涨；SBC 通讯公司的账面价值每年增长仅为 1.7%。尽管如此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这些企业的股票却在迅速上涨。

巴菲特指出，如果你是这些公司的唯一领导者，就不应该把利润保留起来，而应该把每年盈利作为再投资以维持业务的发展。“如果你在 10 年间 100%地拥有大量资产密集的企业，而把留存的利润全部挂在账目上，并且置于严密的财务手段监管之下，那么你最终只能获得很小的价值或者是零价值。”巴菲特这样说到。

巴菲特告诫投资者，理解账面价值的变化是评价一家公司是否真正值得拥有的关键。比如，那些电话公司的资产倾向于迅速贬值，这是使它们负担会计费用的原因之一。因此这些公司的账面价值无法提高。另一个贬值的原因是，那些耗费了数十亿美元的设备很快就老化了，并且在技术上也会被很快淘汰。这些电话公司总是把每年净收入中的大部分资金用于更换交换机、网络以及其他的基础设备，而不是用于能促进增长的再投资。还有一点不容忽视的是，随着新技术的出现迅速取代了旧的技术和设备，结果使得这些公司的许多雇员不得不进入失业大军的行列。看看这些，你就不会奇怪巴菲特为什么总是回避电话公司的股票了。



这样计算股本收益率

聪明的投资者在对某家公司进行正确的投资分析时，往往会非常看重股本收益率的重要作用。有些投资者在分析企业时，会把注意力集中在公司过去的及预测的盈利增长上。巴菲特认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，这是最愚蠢的行为。正确的方法是应该把股本收益作为衡量投资该公司的标准。因为一家公司是否具有使所有者的资本获得高收益的能力，对于长期增长是至关重要的。在某些方面，股本收益是衡量公司业绩好坏的一个极其重要的尺度。

早在20世纪80年代，巴菲特就表达了这样的见解：对企业经营业绩的最基本的检验应该是使股本获得高水平的利润率(在没有不正当的举债经营以及会计花招等情况下)，而不是每股利润的持续增长。按照投资者的观点，如果管理层和金融分析师们改变他们置于每股利润及其每年数额变动上的侧重点，那么股东们就会更好地理解他们的运作。

首先，我们需要弄明白什么是股本收益率。就是每年的利润同产生利润所需的股本价值的比率。例如一个公司年盈利为1 000万美元，年初股本价值为3 000万美元。那么，该公司的股本收益率大约为33%。

通过以上的例子，我们可以看出该公司的经营者们为股东创造了33%的收益。股本价值，即资产减去负债，表现了公司净资产带给投资者的利益。它是提供给公司的资本与用那些资本到目前为止所创造出的公司盈利的总和，再减去一些特别的项目费用。当一家公司取得了高水平的股本收益率时，表明它在有效地运用股东们提供的资产。因此，公司就会以很快的速度提高股本价值，股价也由此获得快速的增长。

巴菲特确信，企业能够创造并维持高水平的股本收益率是可遇而不可求的，因为这样的事情实在是太少了。只有当股价达到了相对于其盈利增长以及股本收益率具有相的当吸引力时，投资者才应当购买它们。因为当企业的规模扩大时，维持高水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



平的股东收益率是极其困难的事情。事实上，由于许多企业规模的扩大，如沃尔玛、微软、通用电气以及思科等最有希望的美国公司，导致了股东收益率一直处于下降的趋势。这些公司发现当股本价值仅为 10 亿美元时，赚取足够的利润使股本收益率达到 30%是很容易的事情。而当股本达到 100 亿或者 200 亿美元时，一家公司要维持一个 30%的股本收益率是极其困难的。一般来说，如果一家公司要维持一个稳定的股本收益率，就必须使盈利增长率超过股本收益率。就是说，要想维持 25%的股本收益率，必须使盈利增长率超过这个数字。这对于不分派红利的公司也是一样。因为一方面分派红利降低了股本价值；另一方面使提高股本收益率变得更容易。如果公司管理者希望把股本收益率保持在 25%的水平，公司管理者必须找到某种方法为所获得的每一美元的净收入创造出超过一美元的股本价值。例如微软必须实现 35.4%的平均年利润增长速度，才能使其每年股本收益率维持在 30%的水平上。微软到 2010 年的股本价值必须达到 2 230 亿美元，才能保证其 80 亿美元的初始股本价值实现上述增长速度。

巴菲特认为，理解股本收益的关键是确定管理层有没有最大效率地利用剩余资源。例如，任何公司都可以简单地把它的收入存入银行获利。如果微软停止运营后把年净收入转存于银行获得 5%的利息，盈利将会持续增长，但是股本收益率将会下降。

许多公司把盈利定义为每股盈利达到了最高水平。由于公司会逐年增加自己的股份，对于某些营业表现，如把股本增长 10%和每股盈利增长 5%放在一起，投资者从中发现不了能引起任何投资兴趣的东西。毕竟，即便是一个永久性的储蓄存款也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会获得一个逐年稳定上涨的收益。

巴菲特告诉广大投资者，**把注意力集中在具有高水平股本收益率的公司上面，才是你取得成功的一个要诀。**就像上面所显示的那样，高水平的股本收益率必然导致强劲的盈利增长，一个是股本价值的稳定增长；另一个是公司真实价值的稳定增长以及股票价格的稳定增长。如果微软维持30%的股本收益率并且不分派红利，它的净收入及股本价值将会以每年35.4%的速度增长。我们也可以预期股价长期内也会以每年35.4%的速度上涨。如果股价和股本价值的增长速度保持一致的话，那么股票的价格与账面价值之间的比率将保持不变。

根据资料显示，在20世纪90年代，美国有最佳表现的18家技术公司都拥有稳定的高水平股本收益率。毫不奇怪，这些公司的股价上涨速度远远超过了市场平均水平。如果它们能继续保持高水平的股本收益率，公司的股票市值将很有可能在今后几年超过整个股市的价值。我们可以通过有代表性的英特尔公司来尝试推测18家公司在今后10年中各自的始期股本值、终期股本值及净收入的增长。并且估计一下这些公司的股价可能以怎样的速度上涨。其中几家公司已经展现了稳定的高水平股本收益率，包括美国能源、甲骨文公司以及微软公司。投资者可以放心大胆地来预测它们在未来的股本收益率。

我们可以先计算一下英特尔的股本收益率。

2000年春季，在半导体工业强劲增长的推动下，英特尔股票止跌回升，市值狂涨到盈利率的60倍。不久，英特尔市值达到了135美元，也等于达到了每股2.11美元盈利率的64倍。分析家们预测英特尔的盈利率将继续保持19.3%的年增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这也许会使你马上产生疑问：19.3%的年增长率能够达到投资者15%的目标收益率吗？我们可以通过下面这样一种方法来推算一下：以目前股票的市盈率乘以3倍于英特尔预定的增长率。并且，现行的市盈率也3倍于英特尔历史上的平均市盈率。就可以推算出英特尔股票的盈利率到2009年将达到每股12.32美元。用平均市盈率19乘以12.32美元就可以得到10年后的一个大致的价格。再加上3.79美元的红利，投资者的全部预期收入是238美元。

按上面的推算我们可以得出这样的结论：如果你在2000年的时候以135美元买入英特尔股票，那么到了2009年，在市场条件正常的情况下，你的收益是每股238美元，也就是说英特尔的年度总收益仅为5.8%，这远低于投资者所设定的15%的目标收益率。唯一能使你的135美元得到15%收益率的条件是，英特尔股票在10年后必须卖到546美元。这样的价格只有当市场在整体上持续地高估英特尔股票才可能存在。如果英特尔在2009年的市价为238美元，那么今天的价位只能在58.81美元的水平才能使你获得15%的年收益率。换句话说，目前的市价必须下降56%才能使投资者实现收益的目标增长率。

当投资者对两个相类似的公司进行估价时，其中具有更高的股本收益率的公司在很长一段时间内，几乎注定要为你提供更高的收益。当投资者评价股本收益率时，还存在着其他五个值得考虑的因素。

（1）用少量负债或零负债取得高水平的股本收益率，远远优于高负债下获得的股本收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表中增加的债务越多，公司的股本价值就越低，当然，这是在其他因素不变的情况下。因为计算股本价值时，债务是资产中的扣除项。虽然合理举债的公司能够大大改善股本收益率的数值，但过高的负债是不可取的，特别是对于那些具有显著周期性盈利变动的公司。大多数技术公司都通过较少的或者短期的负债而取得了较高的股本收益率。它们的资产负债表会让你大吃一惊——公司没有硬件资产。

(2) 医药和消费品公司的负债水平一般高于平均水平，并且有较高的股本收益率。

相对而言，医药和消费品公司能够承受较高的债务水平，因为与那些周期性企业的制造商相比，这些公司的销售收入更加稳定，更具有可预见性。因此，它们可以放心地运用债务扩大经营，而不用担心经济减退时期支付利息的能力。对于如菲利浦·莫里斯、百事可乐或者可口可乐等一些公司，我们可以把它们高水平的股本收益率归功于这样一个事实：这类公司的负债水平相当于股本价值的50%或者更高。

(3) 通过股票回购以及向雇员赠予股份和期权，公司可以在很大程度上控制股本收益率。

20世纪90年代，美国数十家顶级公司开始回购股票，目的是提高每股盈利和股本收益率。例如，美国一家制药公司在90年代后期取得了超过50%股本收益率，正是因为该公司回购股票数量超过1.5亿股。如果这家制药公司没有回购股票，其股本收益率就会保持在原来的20%~30%之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（4）股本收益率受商业周期的影响，并且随着年度盈利增长率而上下波动。

如果你见到了周期性的公司取得了高水平的股本收益率，你就要当心。这种水平恐怕不会持久，而且可能是经济走强时的副产品。不要以经济高峰时期取得的股本收益率水平为基础，对未来的股本收益率做出错误的预测。

（5）一定要当心虚假的股本收益率。

公司通过资产出售、重组费用或者一次性所得，可以在很大程度上人为地控制股本收益率。任何减少公司资产的行为，如重组支出或者部分出售，也会降低股本的价值。但是却可以人为地提高股本收益率，巴菲特提醒投资者要当心这些虚假的股本收益率。投资者在计算某家公司的股本收益率之前，一定要记住这一点：真正使股东受益的公司，往往是那些不依靠一次性的会计手段取得高水平股本收益率的公司。

用收益率预测公司业绩

巴菲特承认，没有任何人能够精确地计算出一家公司的价值。因为他相当清楚这样的原因：如果同时让50位分析家来分析同一组数据，就会得出50种不同的估价，即使对于可口可乐公司和政府雇员保险公司这样的可预见性较高的企业也是如此。从理论上讲，50位分析家们各自的评估应该是相当接近的，但事实却并非如此。举例来说，如果我们对某一家公司做一项比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较周密的分析，可能需要涉及超过 100 项的输入值与变量，而且其中许多数值是基于分析家各自的直觉或者经验估计。如果他们中的某些人稍微改变一下增长率、市场份额或者利率，马上就会导致与别人截然不同的评价结果。

巴菲特相信，大多数投资者在购买一项资产以前都会产生一种直觉上的价值判断。例如，一个房产买家或许无法精确地判断出位于纽约市中心一座 4 000 平方尺的寓所价值，但是如果这座房产开价为 46 万美元，他会觉得便宜到家了。同样，如果耐克股票在每股 50 美元的价位时你可能无动于衷，但是当它变成 25 美元时，你会立即感觉到这是一桩好生意。

的确是这样，一点小的常识能够让你确定一种股票是否有价值，或者一个极具诱惑的价格是否会使股票在未来几年失去魅力。你完全可以运用巴菲特式的快速分析法来解析与股票相关的市场假设条件。

投资大师告诉我们，公司的价值不能超过投资者从中获取的收益。也就是说，如果公司将来能够赚取 100 亿美元的利润，在对通货膨胀和风险进行调整之后，股东们应该愿意付出 100 亿美元的价格来拥有所有股份。因此，如果伯克希尔的股票在市场上能够卖到 480 亿美元，投资者们就可以断定伯克希尔将来收益的现值将会是 480 亿美元或者是更多。如果伯克希尔的盈利趋势被证明远远超过 480 亿美元，伯克希尔就是一只价值显见的股票。如果伯克希尔永远也不可能赚到 480 亿美元，那么这只股票就是被高估了。

我们需要考虑的问题是，480 亿美元是否是一个靠得住的数字？换句话说，它是否夸大了公司的真实潜力。投资者通过使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



建立在互联网上的股票估价器，可以迅速判断出市场对一只股票的当前估价是否准确。股票估价器给出的是基于设定增长率上的假定公司价值。它提供了一个非常有效的工具，帮助你计算出买进一家公司股票时可以支付的最高限额，只要你给定现行利率水平、公司过去与将来的增长率以及你自己的收益率标准。

投资者使用股票估价器可以从两个方面来预测公司业绩。第一，股票估价器的真正价值在于可以给你提供两个可信的买入价格范围。如果数据显示一家公司的股票每股值 80 美元，而股票现行的市场价格为 180 美元，那么你就要考虑放弃了。反过来，如果现价为 48 美元，那么你就可以进行进一步的论证了。其次，投资者可以用这些工具来对股票市场估价进行实时考察，对那些流行的技术股，投资者可以特别关注一下。

巴菲特认为，要准确估计一家公司在将来的增长率是很困难的，而股票估价器则给你提供了一个间接的评价方法。投资者可以从股票的现行市场价格开始评价，进而确定支持这个价格必要的长期增长率应该是多少。换句话说，投资者与其研究一只股票是否值得付出某种价格，还不如花点时间设法搞清究竟是什么样的增长率才能确保那家公司的股票值。

巴菲特认为，在公司的股本收益率走势和未来盈利走势之间存在着某种关系。如果年度股本收益率上升，盈利率也应该同样上升。如果股本收益率的走势稳定，那么盈利率走势就很可能会同样稳定，并且具有更高的可预见性。同时，巴菲特强调：将注意力集中于股本收益率，投资者可以更有信心地预测公司未来盈利。如果投资者能估计公司未来的股本收益率，那么他就可以估计股本价值在年度间的增长。换言之，如果投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者能估计股本价值的增长，他就能合理地预测每一年年终股本价值所需的盈利水平。运用前面提到过的英特尔的例子，投资者能够预测到该公司 2010 年的年度股本收益率，这可以使投资者估计出英特尔的年终股本价值，还可以计算出取得这些数字所需的净收入。通过一些简单的运算，投资者可以看到英特尔的盈利将以每年 35.4%的速度增长。

当然，这些推测依赖的是英特尔能否持续取得 30%的年度股本收益率。如果英特尔公司的股本收益率没有达到 30%，投资者就无法期望 35.4%的盈利增长速度。所以，当投资者估价目前尚未站稳脚跟的技术公司时，一定要考虑到这种因素。然而，在上世纪 90 年代具有持续高水平股本收益率的公司，绝大多数技术公司并没有表现出长期的稳定性。即使是太阳微系统、奥特得克软件公司以及第一数据公司这样的大企业，都曾在行业不景气时经历了股本收益率陡然下降的局面。

而巴菲特所管辖的伯克希尔公司就不一样了，他的资产组合中包含了消费品及消费者周期性股票，这显示了他对持续的、高水平的股本收益率的偏好。例如，可口可乐和吉列都取得了 30%~50%之间的年度股本收益率。这对于经历了两次世界大战的公司来说，是一个让人刮目相看的记录。

巴菲特让你不得不佩服的是，几乎所有他在其中拥有大量股票的上市公司都取得了平均水平为 15%或者更高的年度股本收益率。通过这些公司较高的内部收益以及低于平均水平的资本需求，它们年复一年地创造出了高水平的股本收益率，并且取得了 17%~28%的盈利增长速度。

投资者一旦掌握了这些主要的数据，就可以马上计算出任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



何公司股票的潜在收益率。第一个例子是惠普，2000年4月份的股票成交价为120美元，每股收益3.33美元，预期每股收益将会有15.2%的年增长。现在假定25%的红利分派率。如果惠普能够实现对收益增长的预期，到2009年股票收益率将会是每股13.71美元。用惠普的平均市盈率17.7乘以13.71美元就会得到每股242.63美元的股票价格。加上红利19.96美元，投资者就可以获得262.29美元的总收益。

投资者可能会为10年后得到262.69美元而感到忘乎所以，但是在年度分析基础上，这会意味着120美元投资仅会得到8.1%的收益率。既然投资者的目标是年收益率15%，那么他就必须舍弃惠普的股票。除非股票价格加上红利在10年后能够达到485.47美元，投资者购买惠普股票才能获得15%的收益率。当然，还有另一种途径能够使投资者获得15%的年度收益率——在购买前等待惠普股票价格下跌。如果投资者的计算结果显示到2009年的市值仅为263.12美元，那么只有当现在的市值为64.83美元时，才能实现投资者所期望的收益率。那么，按目前的市价——每股120美元这意味着近46%的跌幅。

我们再来看看可口可乐股本收益率。究竟是什么原因使得可口可乐的股票在近3年的时间里震荡不已？我们可以运用巴菲特的15%法则对可口可乐的收益率潜力进行估算。在1998年的高峰时，可口可乐的市值达到了89美元。是每股1.3美元的盈利率的68倍。当时，分析家们相信可口可乐的盈利率将以每年14.5%的速度增长。

根据相关资料显示的数字，可口可乐股票的历史平均市盈率为22。在这个例子中，我们假设它的红利分派率为40%。10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年后股票市值必须达到337美元（未计算红利）才会产生15%的年度总收益。然而，根据历史数据显示，可口可乐到那时的价位仅能达到110.77美元。加上11.8美元的红利，可口可乐的全部收益为122.57美元，这意味着可口可乐只有3.3%的年收益率。为了实现15%的收益率，可口可乐目前的市值只能是30美元，而不是1998年中期的89美元。巴菲特为什么不肯把赌注下在可口可乐股票上，尽管在1999年和2000年早期可口可乐股票一直在下跌，原因就在这里。

巴菲特的15%法则

巴菲特在1996年伯克希尔·哈撒韦公司年报中写道：“如果一个公司投资组合的总盈利在多年以内持续上涨，那么它们投资组合的市值也会同样持续上扬。”就是说，如果一个公司的盈利持续增长，那么它的股票价格也会持续上涨。例如，如果一个公司的年收入增长10%，它的股票市值也会有大致相同的增长。所以，从长期来看，许多公司在盈利增长与股票价格上涨之间存在着一个近乎对应的关系。在长期内，如果公司盈利每年增长12%，该公司的股票价格就很可能按年增长率接近12%向上浮动。

巴菲特在购买一家公司的股票之前，主要考虑的是这家公司的股票在长期内至少要有15%的年收益率。这是巴菲特对收益的最低要求，因为只有达到这一数字，才能够抵消通货膨胀、出售股票时应上交的税收等成本。例如，如果投资者买了一只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具有10%年收益的股票，通货膨胀就可能让股票损失掉2~4个百分点。你可能还要缴纳相当于投资收入31%或者更多的税务。而且，还要保证股票投资的收益要超出长期国债的收益，以补偿你持有股票的额外风险。

尽管实现年平均15%的收益率听上去有些难，但却是完全可能的。前提是你能以正确的价格来购买正确的股票。否则，投资者就有可能购买了业绩很好的股票却获得较差的收益——你选择了错误的价位。同样，投资者只要选择正确价格，有时即便是绩劣股，也可以得到超常的收益。大多数投资者没有意识到价格与收益是相关联的：价格越高，潜在的收益率就越低，反之亦然。

为了确定一只股票能否带来15%的收益率，巴菲特尽可能地估计这只股票在10年后将在何处交易，并且在测算股票的盈利增长率和平均市盈率的基础上，与今天的现价进行比较。如果将来的价格加上可预期的红利，不能实现15%的年收益率，巴菲特就会毫不犹豫地放弃它。

仍以惠普为例。我们可以做这样的设想，如果投资者在2000年4月有机会以每股120美元的价格购买惠普的股票，并假设股票在长期内获得不低于15%的收益率。那么，惠普的股票在10年后必须卖到每股494美元，才能使投资者达到这一收益目标。关键的问题是：如果你决定为每股出120美元的价格，你就要确定惠普的股票能否给你带来15%的收益率。要进行这样的测算，投资者需要设定几个变量。

(1) 该股票的盈利水平。

已知公司在2004年连续12个月的盈利水平为每股3.33美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 该股票的盈利增长率。

投资者可以用公司过去的增长率来估计将来的增长率，或者运用分析师的一致性增长率来估计。

(3) 该股票交易的平均市盈率。

要特别指出的是投资者不要假定线性市盈率会长期维持下去，必须通盘考虑该股票在景气阶段和衰退期的较高和较低市盈率。因为投资者无法预测10年后的市场究竟是怎样的，因此你最好选择该股票长期以来的平均市盈率。

(4) 公司的红利分派率。

在10年间红利将被加到你的总收益之中，所以你必须估计到惠普公司在将来可能分配的红利。如果惠普有把25%的年收益作为红利的历史，那么你就可以预期在下一个10年将会有25%的年收益返还给你。

在一定程度上，惠普、英特尔、可口可乐代表了过去和现在的市场估价，但在2000年前后没有几家公司能够达到巴菲特所期望的15%的收益率。当时市值最高的，如戴尔计算机、思科系统、全球交互公司、英特尔、甲骨文等股票，它们的风险回报潜力是如此之低，以至于新来的投资者只能跟在别人的后面获利。简单地说，他们从交易中获利的代价是不得不依赖于市场以及高速周转着的资金，来维持他们所偏爱的股票不断攀升的价格。

2000年上半年，当一些大牌公司的股价一路上扬的同时，另外一些公司的股价却回落了，股价回落的结果使得这些公司的股票在三四年间第一次显得具有吸引力。当艾博特实验室的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票下跌到 29 美元时，开始显示出引人注目的潜力。首先，该实验室市盈率下降到了低于它的历史平均值，仅是其盈利增长率的 1.4 倍，大约是 7%。自从上世纪 50 年代后期以来，在美国的所有大公司中，艾博特是具有最显著的持续增长记录的公司之一，它拥有一个年盈利率介于 12%~15%之间的完美记录。当时，分析家们预测艾博特今后将保持 12.3%的增长率。

由于艾博特现行市盈率接近于历史平均市盈率，它只需维持现行的盈利增长率就可以使总收益接近 15%。运用这个模型分析的结果，艾博特的收益虽然仍略低于 15%的临界值，但它已经接近于研究证实的结果。

通过运用巴菲特的简单计算，将会使投资者理智地避免立即去追捧当今比较热门的大多数股票，直到这些股票的价格进一步下跌到一个合理价位才借机入市，巴菲特就是这么做的。在过去的几年里，巴菲特并非一个热心的股票投资者，他甚至不愿意把盈利再投入到吉列、可口可乐、沃尔特·迪斯尼等股票上去。他不仅不买进迪斯尼的股票，而且当它在 1999 年底下跌时，巴菲特还出售了一部分迪斯尼公司的股份。

这个例子极为重要地强调了这样一个事实：**投资者付出的价格决定了其潜在的收益率**。投资者如果在 80 美元而不是 120 美元的价位购买通用电气的股票，就会始终获得更高的收益率。

当可口可乐在 1998 年中期达到 89 美元时，其市值是年盈利率的 60 倍。当时，可口可乐被大多数经纪人和主要的基金家族追捧为不可失去的成长性公司。可是，没有人去把可口可乐股价同它将来的表现联系起来。尽管可口可乐的销售并未受挫，但是高居 89 美元价位的股票必然或者是注定要让投资者面对一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不良的收益。

再如沃尔格林连锁药店在 1999 年达到了 45 美元的价位，是其盈利率的 48 倍，它带给投资者的同样是一个深不可测的收益。应用巴菲特的公式，我们发现，只有当沃尔格林连锁药店的市值低于 12 美元时，才存在着在长期内使收益率达到 15%的可能性。而在 45 美元的价位，则存在一个显著的可能，那就是沃尔格林连锁药店在下个 10 年间使你几乎完全无利可图。

还有迪斯尼在 1999 年达到了 43 美元，运用上面的公式估算，在 10 年内预期的收益率仅为每年 0.5%。因为在确定的预期盈利率下，只有当迪斯尼股票现在的市值为 11 美元时才能实现 15%的收益率。如果你期望超过 15%，就必须以低于 11 美元的价位买进。同样，吉列必须再降 16 美元，降到 22 美元，才能达到巴菲特规定的 15%收益率。

这些结果看起来确实让人难以接受，但还是得写出来。目的就是想让大家清醒地认识到：当投资者选择了一只在近年来已经上涨了数百点的股票时，它今后的潜在收益率肯定会使你大失所望。尽管如此，许多投资者都认定上涨一定会重现，在未来 5 年内他们所选择的股票还会再涨 50 倍。在这种心理支配下，他们继续购买这类股票。而巴菲特想说的是：在股票投资过程中，没有比高估一家公司的股票更能减损潜在收益率的了。

“真正的悲剧是这样的，你买了一只被高估了的公司股票，这家公司具有一个非常成功的业绩，而你却没有赚到任何钱。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不良的影响。

再如沃尔格林连锁药店的股价在1999年达到了45美元的价位，是其每股收益的48倍，这带给投资者的期望是一个深不可测的收益。应用巴菲特的公式，我们发现，只有当沃尔格林连锁药店的每股价低于19美元时，才存在长期内使收益率达到15%的可能性。而在45美元的价位，则存在一个显著的可能，那就是沃尔格林连锁药店在下个10年间使你几乎完全无利可图。

还有通用电气在1999年达到了43美元，运用上面的公式计算，在10年内预期的收益率仅为每年0.5%。因为在确定的预期收益率下，只有当通用电气股票现在的市值为11美元时才能实现15%的收益率。如果你的期望超过15%，就必须以低于11美元的价位买进。同样，吉列必须再降16美元，降到22美元，才能达到巴菲特规定的15%收益率。

这些例子暗示着未来的现实让人难以接受，但还是得写出来，目的就是要让大家清醒地认识到：当投资者选择了一只在近年来市场上涨了数倍的股票时，它今后的前景收益率肯定会使你大失所望。尽管如此，许多投资者都认定上涨一定会重现，在未来5年内他们选择的股票还会再涨50倍。在这种心理支配下，价格被推到荒谬的高度。而巴菲特相信的是，在股票投资过程中，没有比为一家公司的股票支付过高价格更能损害收益率的了。

“真正愚蠢的事是这样的：你买了一只被高估了的公司股票，这家公司拥有一个非常成功的业务，而你却没有意识到这点。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素❸

关注公司的未来

BAFEITEJINGDIANTOUZI6YAOSU

人们把巴菲特称为“奥马哈的先知”，因为巴菲特总是有意识地去辨别公司是否有好的发展前途，能不能在今后25年里继续保持成功。芝加哥埃里尔基准资本管理公司的总裁约翰·罗杰斯说：“巴菲特常常说，要透过窗户向前看，不能看后视镜。”

预测公司未来发展的一个办法是计算公司预期中的现金收入在今天值多少钱。这是巴菲特评估公司内在价值的办法。然后他会寻找那些严重偏离这一价值、正被低价出售的公司。华尔街（即市场）常常在巴菲特介入后才意识到自己的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注商业价值

人们把巴菲特称为“奥马哈的先知”，因为巴菲特总能有意识地辨别出公司是否有好的发展前途。巴菲特不会像有些投资者那么冲动，他会全神贯注于商业价值的三个方面。

(1) 首先是公司必须简单且易于理解；

(2) 公司必须保持一贯的经营方针；

(3) 公司必须有良好的长期发展前景。

巴菲特在考虑投资时，与其说他在购买股票，不如说他是在购买公司。因为他会彻底地了解他将要投资的公司。巴菲特从来不相信市场理论、宏观经济概念以及扇形趋势这类学院派的做法。他作投资决策的唯一基础就是商业运作状况。巴菲特认为，如果投资者进行股票投资是出于肤浅的概念而不是基于商业基础，那么他们一旦遇到麻烦很可能会损失大笔的金钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自从巴菲特投身于股市以来，经过几十年的努力拥有了大量的、涉及许多不同行业的公司。其中一些公司由他自己亲自控制；还有一些公司，他仅仅是拥有少数股份的股东。但是，不论哪个公司，他都非常关心公司的商业价值。就如他了解伯克希尔所有持股公司的利润、费用支出、现金流、劳动关系、价格波动以及资金分配等情况一样。

巴菲特能够这样深入地了解伯克希尔下属公司的情况，是因为他有意把自己的投资限制于那些他在财务上易于理解的公司。他的投资逻辑是强制性的：如果你在自己并不了解的行业内拥有一家公司的股票，你就不可能正确地解释公司的发展、作出明智的投资决策。他始终坚持的原则是：**在自己的能力范围之内投资。**

华尔街评论巴菲特的自我投资限制时说：“这使得他不能涉足潜力最大的行业，从而失去许多有利的投资机会。”巴菲特对此的回应是——**投资成功的关键在于：并不是你懂得多少，而在于你正确地认识自己所不懂的东西。即只要投资者能避免犯大的投资错误，并不需要做很多事。**他认为，取得高于一般水平的成绩，并不需要你整天在股市里进进出出，只要把投资中最简单最基本的事情做好了，或者说只要能把投资这种简单的事情做得格外好，你就一定能实现理想的收益。

例如喜诗公司是美国最著名的巧克力企业，也是巴菲特收购的第一家具有长期竞争优势的企业，巴菲特这次收购的巨大成功是他从购买“雪茄烟蒂”式的便宜企业转向投资于优秀企业的开始。

巴菲特经常以喜诗巧克力作为企业经济特许权的例子。“假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



设你跑到一家商店打算买一块喜诗巧克力来满足一下口腹之娱，可是那的售货员却告诉你喜诗的好时巧克力刚好卖完了，她热情地推荐一种无品牌的巧克力给你，而你，作为喜诗的忠实发烧友，二话不说，掉头就走，宁愿再步行穿越一条街，也一定要买到喜诗巧克力……。或者也可以这样假设，同样是巧克力，喜诗要比其他品牌的巧克力贵上 5 美分，但你仍愿意买喜诗的话，这就意味着喜诗有着价值很高的经济特许权。”

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年的年报中以收购喜诗糖果公司为例，对具有持续竞争优势企业的巨大商业价值特征进行了详细的说明。喜诗糖果正好代表了巴菲特寻找的优秀企业典范：对有形资本需要很小、惊人的无形资产 (商业价值)、拥有强大的经济特许权、较强的盈利能力。

巴菲特说：“相对来说，在 1972 年只有很少几家企业预计会像喜诗那样持续保持 25%的有形资产净值税后收益率，而且是在保守的会计政策和没有财务杠杆的情况下产生的。也就是说，并不是存货、应收账款或固定资产的公允市场价值等因素产生如此之高的超额回报率，其根本原因是无形资产，也就是品牌的力量。特别是消费者在与产品和雇员打交道的过程中产生的无数次愉快体验，为品牌树立了良好的口碑和声誉。这种声誉创造了一种消费者特许权，它使产品对于消费者的价值，而不是产品的生产成本，成为售价的主要决定因素。消费者特许权是商业价值的一个主要来源。其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权 (例如电视台) 以及在一个行业中持续保持低成本生产者的地位。”

1982 年，喜诗公司仅凭大约 2 000 万美元的有形资产净值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚取了 1 300 万美元的税后利润。这种业绩表明，事实上公司具有的商业价值远远超过会计商誉的原始总成本。换言之，在会计商誉从收购之时起就有规律地减少的同时，商业价值则以不规律但却非常坚实的步伐在前进。当然，喜诗公司的商业价值有可能消失殆尽，但它不会在平稳的消耗中缩水。更有可能的是，由于通货膨胀，即使按名义美元来衡量，这种价值也将不断增加。这种可能性的确存在，因为真正具有商业价值的名义价值会与通货膨胀同步增长。任何一家需要具有一些有形资产净值进行经营的无财务杠杆的企业都肯定受到通货膨胀的损害，只不过对有形资产需求小的公司受的损害最小。

在谈到收购一家企业时，巴菲特曾说过这样一段话，值得每一位投资人深思："无论如何，企业的买家还要看看卖家准备好的收购前景预测，这一现象始终让我困惑不解。查理和我从未看过它们一眼，相反却谨记'一匹病马'的故事。

"在看兽医的时候，病马的主人说：'您能帮助我吗？我的马有时勉强能走，但有时却一瘸一拐。'兽医的回答是：'没问题——在它勉强能走的时候，卖了它。'

"在伯克希尔，我们在对所收购的公司进行预测时也会遇到各种困难。就像他们一样，我们也面对一个固有的问题，即企业的卖家对企业的了解远胜于买家，而且可以挑选出售的时机——通常可能是在公司'勉强能走'的时候。

"即使这样，我们也有一些优势，也许最大的优势在于我们没有一个战略规划。因此，我们感觉没有必要朝一个制订好的方向（一个几乎肯定导致愚蠢收购价格的航向）前进，而是可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



简单地决定什么对我们的所有者来说更有意义。”

谈到企业的商业价值，巴菲特非常自豪地认为他领导的伯克希尔·哈撒韦的“内在价值大大超过其账面价值”，并对此做了详细的分析。

(1) 标准的会计原则要求我们的保险子公司持有的普通股在我们的账簿上以市场价值表示，而我们拥有的其他股票则按总成本与市场价值‘孰低法’计算。

1983 年末，后一组股票的市场价值超过账面记录的价值达到税前 7 000 万美元，或者约税后 5 000 万美元。这部分超额属于我们的企业内在价值，但不计入账面价值的计算。

(2) 更重要的是，我们拥有的几家企业的经济商誉远大于记录在我们的资产负债表中并在账面价值中反映出来的会计商誉。

在公司保持一贯的经营方针方面，巴菲特不仅回避那些复杂的公司，还决不购买那些正处于困难时期、面临难题的公司，或那些因为从前的计划无法得到顺利实施而进行根本性转变的公司。巴菲特认为，不断转向的公司很少能获得长期的成功。他根据自己多年来的投资经验得出结论：**只有那些几十年来一直生产同种产品，或提供同项服务的公司才能获得最好的回报。而对公司业务进行大的变动常常会增加犯错误的可能性。**

“公司巨变和超额回报通常不会同时发生。”但是，大多数投资者会把巴菲特的这句话当做耳边风，他们的所作所为正好与此相反。有时候，投资者们深受迅速变化的行业的吸引，争相投资那些还处于重组过程中的公司。巴菲特说，由于某些无法解释的原因，这些投资者都对“这些股票明天将会带来巨大利益”的想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法深信不疑，以至于看不清公司的现状。

巴菲特一再提醒投资者为了更好地理解公司的长期发展前景，首先得确定该公司是特许企业，还是一家普通的商品公司。在他看来：与其以便宜的价格投资面临困难的公司，不如以合理的价格购买运营良好的公司。他承认，“我和查理还没学会怎样解决公司的难题，但是我们已经学会了避开这些难题。”

巴菲特会把经济社会中的特许企业和众多的商品公司严格区分开来，并认为那些商品公司大部分并不值得购买。他把特许企业定义为：**这种公司提供的产品或服务，首先是满足人们的需要的；第二，其产品或服务没有类似的替代品；最后是其产品或服务不受控制**。这些特点使得特许企业可以定期提高其产品或服务的价格，不必担心丢失市场份额，影响销售量。一家特许企业甚至会在市场中需求平稳，在生产能力尚未得到完全满足时提高价格。可以说，价格弹性是特许企业的根本特征，这保证了特许企业能获得高于一般水平的资金收益。除此之外，特许企业还拥有更多的经济信誉，所以能承受得了通货膨胀的冲击。

而一家商品公司所提供的产品或服务与其竞争对手所提供的内容并无本质上的不同。商品公司通常都是低回报公司，因为一家商品公司要获得利润，只能在价格上进行竞争，唯一的方法是降低成本，使自身成为一个低成本公司。这种竞争会严重减少其利润边际。在其他时间，商品公司要想获得利润，也只有在供应紧缩时期才会有很好的机会，而这种时期是物质产品越来越丰富的现代社会是难得一现的。巴菲特认为，商品公司要想长期获得利润的关键因素是“供应紧缩年份”与“供应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



充足年份”之比。同样，这个比率通常很难达到一个理想状态。

分析完公司的经济特点之后，巴菲特会进一步研究公司的长期发展前景的问题，即判断公司的竞争实力和弱点。巴菲特说：“我所喜欢的，是公司在一个领域里有竞争实力，在这个领域内我理解这家公司，并且相信它会继续保持这种竞争实力。”

投资者在有特许权的企业中，可以经常发现巴菲特所说的这种竞争实力。巴菲特认为，特许权公司一定不能缺少的一种竞争实力就是公司可以随意提高价格并获得高资金回报率的能力；另外一种是公司在经济混乱中能够生存下来并一直经营的能力。在巴菲特看来，如果你在经营一家拥有特许权的公司时犯了决策性的错误，那么也不必过分担心。因为企业仍然可以凭借特许权的优势而获得高于一般水平的回报。理由是：“特许企业可以承受住经营失误。不称职的经理可能会减少这家企业的利润，但是不会给企业带来致命的损害。”

但是，特许企业的一个主要缺陷就在于它们的价值不能长久。特许企业的成功不可避免地会吸引其他企业，随之而来的竞争在所难免。替代产品很快会被生产出来，产品间的差异会逐步缩小。在竞争时期，特许企业会逐渐蜕化成巴菲特所说的“虚弱的特许企业”，最后，这家曾一度辉煌的特许企业就会慢慢地演变成一家商品公司。

从中，巴菲特也得出这样一个结论：随着企业间竞争、兼并的演变，出色管理的价值和重要性也成指数级增长。一家特许企业在管理不称职的时候仍然可以生存下去，而一家商品公司却不能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重视管理方式

有人说："世界上最成功的投资家肯定是一名出色的股票买家。"但这话用在巴菲特身上并不适宜，因为他的真正能力在于挑选公司，而不是股票。

巴菲特一再强调：在投资中，**投资人要关注的是企业，而不是市场，选择股票的本质是选择公司。**

"在投资过程中，我们应该把自己看成是企业分析师，而不是市场分析师，也不是宏观经济分析师，甚至也不是证券分析师……最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的企业的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。

"投资人必须了解一些公司，包括一些产业，否则就根本没法知道公司的管理究竟使用哪种方式。"

巴菲特曾风趣地比喻说自己选择投资目标的态度如同选择结婚对象一样："在伯克希尔所有的投资活动中，最让我和查理兴奋的是买入一家由我们喜爱、相信且敬重的人管理的、具有非常出众的经济前景的卓越企业。这种买入机会难得一见，但我们始终在寻找。在寻找的过程中，我们的态度与寻找终身伴侣的态度完全相同：我们需要积极的行动、高昂的兴趣和开放的思维，但并不需要急于求成。

"投资很像选择心爱的人。苦思冥想，列出一份你梦中的她需要具备的优点清单。然后找呀找呀，突然碰到了你中意的那个她，于是你们就结合了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特考虑收购一家公司的时候，他会严肃地考察公司管理者的品质。伯克希尔所购买的公司，都是由诚实和有能力的人进行管理的，经理职务则由巴菲特欣赏和信任的人担任。巴菲特苦苦寻求的公司要具备以下三个特征。

(1) 管理者是理性的；

(2) 管理者应当对股东坦诚；

(3) 管理者应当能够拒绝制度规则。

巴菲特给一个经理的最高口头评价是这位经理能像公司其他人一样行事和思考。意思是这位经理不但能一直紧盯公司的基本目标，即提高股东的价值，还能理智地推进这一目标。巴菲特很欣赏这样的经理，他们能承担自己的责任，向股东彻底地、坦诚地汇报公司情况，并有勇气拒绝盲目地效仿同行。巴菲特给这些经理们的最高奖赏是让他们成为公司的股东。

在巴菲特看来，最重要的管理行为是公司资金的分配。因为随着时间的流逝，资金的分配决定着股东的价值。如何分配公司的利润才是合理的？是进行再投资，还是向股东分配红利？利润分配的合理性是至关重要的。

“合理性是巴菲特管理伯克希尔的有力武器，合理地分配利润把他和别人的公司严格区分开来，因为其他公司根本不具备这种合理性。”《财富》杂志的卡罗尔·鲁密斯说。

巴菲特认为，如何分配公司的利润，除了取决于公司的管理理念之外，还有一个决定性的因素，那就是公司所处生命周期。随着公司在不同阶段的发展，公司的增长率、销售、收入以及现金流都会发生巨大的变化。公司在发展时期，由于试验和生产新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品以及开发市场，会投入大量资金；在第二阶段，处于赢利时期的公司成长非常迅速，这个时候，公司必须保留所有收入，并通过借贷资金或是发行证券来为公司提供资金支持。第三阶段，公司发展到成熟时期，会出现增长速度放慢的现象，公司经营得到的现金收入高于其发展阶段所需资金和运行成本；第四阶段，公司的销售收入会减少，但公司的现金仍然过剩。在第三和第四阶段，就产生了如何分配这些利润的问题。

如果把这些过剩的现金全部用于再投资，就能够产生高于一般水平的证券回报，即高于资金成本的回报。那么，公司就应当保留所有的利润进行再投资。这是唯一符合逻辑的做法。然而，大多数企业往往是把低于平均水平的资金成本再投入到公司中，保留公司的收入，虽然这是完全不合理的，但却是非常普遍的做法。

如果一家公司在产生一般水平或低于一般水平的投资回报的情况下，仍能获得多余的现金收入的话，这家公司可以有三个选择：

(1) 公司可以忽视所存在的问题，继续以低于一般水平的回报比率再投资；

(2) 公司可以收购其他公司，以求增长；

(3) 公司可以把利润返还给股东。

巴菲特就是在这几种条件下密切关注公司领导者的行动。观察他们会不会采取理性的行动。

那些不顾投资回报低于一般水平而坚持再投资的倡导者相信，这种情况只是暂时的。他们相信凭借强大的管理能力，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



够改善公司的获利状况，股东们也会被领导者的这种预言所迷惑。而公司如果继续忽略这种情况，其现金就会逐渐成为一种无用的资源，股价会迅速下跌。而这些投资回报低、持有大量现金并且股价又低的公司，往往会引来许多金融大鳄收购公司，这也正是公司当前领导者失掉管理权的前兆。为了保护自己，公司领导者一般会选择第二种方式：通过收购其他公司来追求自身的增长。

适时地宣布公司的收购计划，通常会起到刺激股东和驱走恶意收购者的作用。但巴菲特对这种“买”增长的做法，持的是怀疑态度。原因是这种收购通常是在极不理性的状态下进行的，即动用了“过高的价格”达成了交易。而领导者在管理自己公司的同时，还需要整合并管理新的公司。在这种情况下，领导者很容易作出错误的决策，这种昂贵的错误代价，无论是对公司还是对股东来说，都会是一个不小的打击。



对此，巴菲特的建议是：如果一家公司的现金逐渐增多，而投资又无法获得高于一般水平的回报，公司领导者唯一合理并且负责的做法就是：把这些钱返还给股东。具体方案可以是提高股息、多分红和公司股票回购几种方式。

在一般人看来，只要股东们能从股息和红利中得到现金，就有机会寻找回报更高的投资机会。这应该是一笔非常不错的交易，因为许多人认为股息提高标志着公司的运营情况良好。但巴菲特却不这么认为，他的理由是：衡量一种利润分配是否合理的最可靠标准是要看这种分配方式是否真的能给股东带来收益，而不是表面上看去的结果。

几十年来，伯克希尔·哈撒韦公司从投资中获得了巨额的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报，如果伯克希尔公司把收益作为股息分配给股东，股东们会被误导。然而，伯克希尔公司并没有分配股息，股东们对此也无异议。巴菲特曾经就此询问过股东们，分配股息红利有三种方式供他们选择。

(1) 把公司所有收入再投资到公司中，不做现金分配；

(2) 分配适度的股息；

(3) 按照美国行业典型的比率分配股息。

结果88%的股东愿意选择继续采用目前的运行方式：他们同意巴菲特把全部收益实施再投资。伯克希尔的股东们对巴菲特非常信任。

如果说股息的价值有时会被误解，那么向股东回购股票的返还收入方式就更是如此了。可以看出，这种方式对股东的好处在许多方面是间接的、无形的和非即时的。

巴菲特认为，公司回购股票的效果具有两面性。

(1) 股票以低于其内在价值的价格被出售，那么这种回购就是一笔不错的交易；

(2) 公司股票的市价假定是每股50美元，而其内在价值为100美元，那么公司每购买一股都是以1美元的支出获得2美元的内在价值。这种交易对股东来说非常有利。

如果公司领导者在股市上大量回购股票，更进一步表明他们的最大兴趣是成为公司股东，而不是漠不关心地扩大公司结构。这种姿态会向市场发送出良好的信号，并能够吸引其他一些正在寻求有良好管理、能提高股东福利的投资者加以关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股东们通常会在这种回购股票行动中得到两次回报：一次是来自市场上的公开收购行为；第二次是由于投资者们对公司产生兴趣，从而对股价的上涨发挥了积极作用。

巴菲特高度评价这样的经理：他们能够充分、真实地披露公司的财务状况，并像公布其成绩一样诚实地承认错误，而且在各个方面对股东都很坦诚。他特别尊敬那些不以大众可接受的财务准则为借口搞会计花招，而是能够坦诚公布公司经营状况的经理们。

财务会计标准只要求披露企业某个阶段所确定的信息。有些经理利用这种最低披露要求，把公司所有的商务信息凑成一个阶段，使得投资者无法理解这些公司的利益情况。巴菲特对此很是嗤之以鼻，他坚持认为，真正优秀的公司在披露财务状况时多半披露的是数据，是那些能真正帮助投资者回答关键问题的数据，这些关键问题包括：

(1) 公司的大概价值是多少？

(2) 公司偿还未来负债的可能性有多大？

(3) 参考以前所做的交易，经理们的业绩如何？

在这方面，伯克希尔·哈撒韦公司的年报是很好的榜样。它当然符合财务准则的披露要求，甚至披露得更多。巴菲特披露的内容包括伯克希尔所有下属公司的收入，以及所有对股东判断公司经济状况有帮助的信息。巴菲特欣赏那些能够以同样的坦诚对待股东的经理们。此外，他还欣赏有勇气公开讨论失败的人。巴菲特相信，能公开承认错误的人更有纠正错误的机会。

巴菲特根据多年来的经验断定：大部分公司的年报都有虚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假成分。其实，随着时间的流逝，公司运营的不断变化，每一家公司都会犯一些或大或小的错误，这本无可厚非。但是，十分不应该的是，大多数的经理在披露公司信息时总是形势一片大好的豪言壮语，而不是诚实地作出解释，这些经理们只考虑他们自己的短期利益，不顾股东的长期利益，而这样的企业是很难晋身优秀公司之列的。

巴菲特认为，是查理·芒格帮助自己懂得了承认错误的价值，而不是仅仅专注于成功。巴菲特在1978年给伯克希尔·哈撒韦公司股东的年报中，坦白地披露了公司的经济和管理状况，包括好坏两方面。巴菲特承认，伯克希尔这些年在纺织和保险业都面临困难，他自己在管理这些公司时也犯过错误。在伯克希尔·哈撒韦1989年的年报中，他以承认自己一连串的错误开始，甚至将自己的报告命名为："头25年犯的错误。"两年后，这个题目变成了"错误一览"。现在，巴菲特不只是停留在承认错误的层面上，他还进一步承认自己没有把握住许多为股东们创造利润的机会。

有人说，巴菲特公开承认自己的错误比别人更容易，因为他持有大量伯克希尔普通股股票，根本不用担心会被公司解雇。这一点很正确。但是，这丝毫不能减损巴菲特的价值，他相信坦诚不仅对股东有利，对经理们也一样有百利而无一害。他不止一次说过这样的话："公开误导他人的经理，最终会耽误自己。"

有读者可能会问，既然分配资金会如此简单和符合逻辑，为什么还有那么多的资金被错误地分配了呢？巴菲特给出的答案是：在于一种不可预见的力量，他称之为"行业惯性"，即公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司管理者倾向于效仿其他经理的行为，不论这种行为是多么愚蠢或不理性。

巴菲特认为，这是他的股市生涯中最令人吃惊的发现。他在内布拉斯加州大学读三年级的时候就了解到这样一种现象：经验丰富的公司领导者都诚实而聪明，能自行作出符合逻辑的商业决策。但是，自从他进入商界以后，看到的情况却相反，“当行业惯性起作用的时候，理性通常会萎缩。”

巴菲特还对此做过深入的研究，他认为行业惯性有几个普遍性的表现。

(1) 公司拒绝改变现在的发展方向；

(2) 公司领导者认为只要所有的时间都在工作，公司的项目或收购行为就可以有资金效益；

(3) 公司经理的任何想法——不论多么愚蠢，下属都会提出详细的收益率和战略研究加以支持；

(4) 无意识地效仿同行业中其他公司的行动，不论是扩展、收购、实行经理人补偿还是什么别的行动。

巴菲特早就知道这个教训。在很早以前，伯克希尔所属的政府雇员保险公司的总裁杰克·金沃尔特，帮助巴菲特发现了这种行为的破坏性力量。他们敏感地发现：当大多数保险公司以回报不充分，或是更糟糕地以损失公司利益为条件大量签发保单时，金沃尔特拒绝再签发任何新保单，并离开了这一市场。巴菲特认识到金沃尔特这一决策是十分明智的，他非常赞成这一做法。伯克希尔所属的保险公司今天依然遵从这个原则。

那么，是什么力量驱使这么多公司采纳行业惯性呢？巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特理解为是人性的弱点。因为多数经理不希望被别人看成是愚蠢的，或是让自己的公司处于季度性损失，而其他公司每季度仍然能获利，即使他们明白那些公司正在走向毁灭。改变方向从来就不是容易的事，但效仿其他公司相比改变公司的方向，更容易走上通往失败的道路。

巴菲特知道，是否采纳行业惯性通常与公司的股东无关，而与公司经理们是否愿意接受公司的根本转变有关。

那么，公司经理们为什么会采用这种可怕的、具有毁灭性的行业惯性呢？以下是对领导者的这种行为最有影响力的四个因素。

(1) 大多数经理经常会把自己公司的销售、收入以及管理层补偿等状况和行业内外的其他公司进行比较，这种比较必将导致公司的过度活跃。

(2) 大多数经理无法控制自己有所作为的欲望。这种过度活跃的心理经常会借助公司并购得到宣泄。

(3) 大多数经理都高估了自己的管理能力。

(4) 一个非常普遍的问题是分配技巧糟糕。

正如巴菲特所指出的那样，经理们经常因为此前在公司管理、工程、市场或生产领域的杰出表现而升迁到目前这个职位的，所以他们在分配资金方面的经验极其有限，大多数经理们会求助于他们的下属、咨询顾问或投资银行家。这样，行业惯性就进入了投资决策程序。如果经理们希望进行一项收购，而这项收购只有达到15%的投资回报才可以进行。结果，令人吃惊的事情就会在这个环节发生：不论这项收购的实际回报会如何，那些为经理们出谋划策的人往往会报告说，要收购的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资回报是15.1%！

判断行业惯性的最终标准是一个公司是否盲目、愚蠢地模仿。比如下面这种情形——“如果A、B、C三家公司都在做同样的事，”D公司的经理就会推断说，“那么我们的公司也这样做，就一定不会错。”

巴菲特相信，导致公司经营失败的主要因素并不是管理者的贪财或愚蠢，而是同行业的动态规则使得公司难以不去进行那些既定的但却是错误的行为。巴菲特在对奥马哈商学院的学生发表演讲时，列出了37家失败的投资银行。他解释说，虽然纽约证券交易所的交易量翻了15倍，但这些投资银行都失败了。这些智商过人的银行总裁都是勤奋工作的人，他们有着强烈的成功渴望。巴菲特说：“你们想想，他们为什么会有这样一个结局呢？我来告诉你们，那就是愚蠢地模仿同行的行为。”

巴菲特非常幸运，与他一起工作的是美国公司中最出色的经理，包括资金超市的汤姆·莫菲、可口可乐公司的罗伯托·古尔祖塔和多纳德·凯奥夫。但是巴菲特知道，即使是最聪明、能力最强的经理也无法挽救处于困境中的企业。巴菲特说：“如果你让汤姆·莫菲这些人到一家糟糕的杀虫剂制造公司工作，结果不会有任何不同。这家公司仍然会破产。”

巴菲特承认，用理性、坦诚和独立思考这些标准来评判经理，比起用财务表现标准来评价困难得多，理由很简单：人比数字复杂。

许多分析家相信，事实上由于对人的衡量是模糊的，我们不能简单地凭借信任便赋于某个人以管理的价值，所以很多分析家认为对管理进行评价是徒劳的。这种观点认为，管理的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值没有一个可以凭借的数字，因而无从进行衡量；而另外一些持评价管理活动徒劳观点的分析者则认为，管理的价值已经完全反映在公司的统计数据中了，包括销售、利润边际以及证券收益，因此没必要再借助其他尺度。

这两种观点都有一定的正确性，但在巴菲特看来，**花费时间去评价管理的目的在于，它能为最终的财务状况发出警告。**如果你密切关注管理队伍的言行，在公司的财务报告和每日报纸的股票版刊登公司价值之前，就会发现一些线索，帮助你衡量领导者工作的价值。这么做需要进行一些挖掘，那些意志力不强的人或懒惰的人会因此而退缩。这正是他们的损失。

对投资者如何才能收集到必需的信息，巴菲特提供了几条建议。

(1) 翻翻几年前的年报，特别注意一下当时管理层关于未来战略的计划，然后与今天的结果相比，看看这些计划实现了多少？

(2) 同时对比一下几年前的策略和今天的策略，看看是不是有所转变？

(3) 拿你感兴趣的公司的年报与同行业中相近公司的年报进行比较也非常有价值。

(4) 尽管很难找到完全一样的公司状况，但是即使是将有关的公司状况进行比较也能使你更具洞察力。

投资者应扩大自己的阅读范围，留意报纸和金融刊物上刊登的你感兴趣的公司，及其所在行业的一般情况的文章。读读公司管理人士所说的话，听听别人对他们的评论。如果你发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



某公司总裁最近发表了演讲或作过报告，就复印一份，好好研究一下。还可以到公司的网页上查阅最新信息。在投资者所能想到的每种方式中，都要提高敏锐性。投资者越是形成这种对信息敏感的良好习惯，搜集信息和整合信息的过程就越容易。

需要提醒投资者注意的是：不要因为花费了很大力气收集信息，就掉入高估其重要性的陷阱中。把这些信息放到更大的环境中看一看。无论领导者给巴菲特留下了多么深刻的印象，他也不会仅仅因为个人而投资。

“当声望杰出的管理人士去处理基本经济状况，如糟糕得出名的公司时，最后败下阵来的往往是管理人士，而公司仍然会保持它糟糕的名声。”巴菲特在伯克希尔公司年报中这样写道。

分析财务制度

巴菲特衡量管理行为和经济表现的财务准则，是以某些典型原则为基础的。首先，巴菲特并不太看重一个公司每一年的经营结果。相反，他专注于公司4~5年的平均业绩。通常情况下，公司的获利回报并不是按照地球公转的时间来进行的。

巴菲特对那些宣布公司年终业绩惊人，实际上却不反映真实价值的会计手法也没什么耐性。相反，他秉持几项永恒的财务准则：

(1) 关注证券收益，而非每股收益；

(2) 计算“所有者收益”，以了解公司的真正价值；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 寻找高边际利润的公司；

(4) 公司对其拥有的每1美元，是否创造了至少1美元的市场价值？

分析家习惯于用公司的每股收益情况来衡量公司的年业绩。诸如去年一年每股收益是否有所提高？是否高到可以吹嘘的地步？但在巴菲特看来，每股收益只是一个烟幕。大多数公司都会保留部分上年的收益，作为提高其证券基础的一种方式。所以，巴菲特认为没有必要对公司每股账面收益的增长而过于兴奋。如果公司每股收益提高10%，同时提高其证券基础10%，那就没有什么特别值得称道的。这样做，与把钱存进银行，使利息增加没有什么两样。

巴菲特相信，对经济状况的衡量要看公司是否获得较高的证券资金收入比率，而不是看公司每股收益是否持续增加。巴菲特衡量公司的年业绩，更倾向于使用运营收入与股东收益的比率这个标准。

为了运用这个比率，巴菲特建议投资者需要做几项调整。

(1) 所有市场化的股票应当按成本计价，因为股市的总体价值会严重影响某一公司股东的证券收益。

例如，如果某年股市大幅上扬，因此提高了公司的净值，那么即使公司的运营收入大幅增加，也会使公司的实际运营业绩下降。相反，市价的下跌会减少股东的利润，这会让普通的运营状况比实际看起来好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(2) 必须控制那些对比率有影响的特殊事项。

巴菲特运用比率衡量公司年业绩时，排除了所有可能增加或减少运营收入的特殊事项，也排除了所有资金收入或损失。他想把公司的年业绩独立出来。他想了解的是公司管理层如何用现有资金创造出公司的运营收入。他一直认为这才是衡量公司业绩的最好办法。

巴菲特还认为，公司可以在少负债或不负债的情况下获得较高的证券收益。他对依靠增加负债来提高公司股票收益的做法不感兴趣。他说：**“好的商业或投资决策，是不用借助负债的杠杆作用就能创造出令人满意的经济成果的。而且，高负债的公司在经济衰退时容易受到攻击。”**巴菲特宁愿在金融财务质量上犯错误，也不愿增加债务风险，因为在他看来，那是在拿伯克希尔公司股东的利益冒险。

尽管巴菲特在对待投资事宜上很保守，但他对借钱并不畏手畏脚。他宁愿在用钱之前就借钱，也不愿在有明显的用钱之需，甚至急需用钱时才去借钱。他说：“如果收购公司的时间与获得资金的时间可以统一起来，那是最理想的。”但是，经验表明事实恰恰相反。便宜的资金可以把公司资产的价值抬高，而紧张的资金和高的利息率提高了负债的成本，这会降低资产的价值。当收购公司的价格合适时，更高的利息率很可能会减损交易的吸引力。巴菲特说：“正是由于这个原因，公司应当把资产和负债分开，独立管理。”

在巴菲特的观点中，现在借钱是在为将来找到好的商业机会做准备，这会以短期收益为代价。由于这个原因，巴菲特只有在充分相信公司未来收益会抵消负债成本的情况下才会借钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于得到合适收购的机会有限，巴菲特希望伯克希尔时刻做好准备。他对此做过形象的比喻："如果想射中奔跑迅速的大象，你就必须枪不离身。"

一个公司有多少负债是合适的？巴菲特在这一点上没有提供任何建议。但是可以明确的是：不同的公司根据其现金流不同，可以管理不同水平的负债。巴菲特说过，**好的公司可以在不负债的情况下，就能创造出极高的股票收益。那些只有借助大量负债才能获得高证券收益的公司，是很值得怀疑的。**巴菲特警告投资者应当注意："每股财务收益只是决定公司经济价值的起点而非终点。首先要理解一点，并非所有的收益都是被均等地创造出来的。"他指出，资产利润比高的公司，可能披露的是虚假的收益。因为通货膨胀给这一类公司带来的损失较大，使这些公司表现出一种虚假的收益。因此，财务收益只是分析家们预估公司未来的现金流时所使用的工具。

巴菲特又警告说，现金流同样不是一个评估公司价值的完美工具，它经常会误导投资者。对于那些初始投资高而追加投资少的公司，比如房地产、油气行业和电缆公司，现金流是一个适当的方法；而对那些需要持续投资的公司，仅仅用现金流的方法是无法正确评估公司价值的，比如制造业就是这样。

通常意义上，现金流被定义为：扣除通货膨胀、损耗、摊销和其他非现金费用后的税后净收入。巴菲特解释说，这个定义漏掉了一个关键的经济因素——资金支出。公司必须把年收入的多少用于购买新设备以及采取其他保持公司现有经济地位所必需的改进措施？根据巴菲特的说法，约有95%的美国公司支出的资金正好相当于公司的折旧速度。你可以推迟这些资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一年或几年的支出，但是如果你长期不进行必需的设备升级更新，你的公司一定会衰落。这些资金的支出对一个公司来说，与劳动和效用成本一样高。

巴菲特认为，现金流的数字“通常是被公司和证券行业的市场商人使用，用来把那些不合理的解释为合理的，就像把滞销的东西卖出去了一样。当公司的收益看上去不够偿还垃圾债券，或过低的收益使股票的价格看起来很不合理时，用现金流来解释是多么方便呀”。巴菲特警告投资者，观察一家公司不能只专注于现金流，除非你不想考虑必要的资金支出。

与现金流相比，巴菲特更倾向于使用“所有者收益”来评估公司价值，即公司的报告收益加上折旧、损耗、摊销及其他必需的费用，减去企业为维护士其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的平均资本化开支。

巴菲特承认，这个方法在数学上并不精确。原因是计算未来现金支出经常需要严格的估算。但正如巴菲特所说：**“我宁愿对得模模糊糊，也不愿错得清清楚楚。”**

巴菲特也注意到，习惯于高成本运营的经理会继续找到办法增加成本，而惯于低成本运营的经理总是能够找到削减成本的办法。

对那些漠视成本逐渐增加的经理，巴菲特一向是不屑一顾。每当一家公司公布它的成本削减计划时，巴菲特就知道，这家公司以前一定从没有告诉股东，多少成本是合适的。他说：“真正优秀的经理，不是那些在早晨醒来说‘我要在今天削减成本’的人，这如同那些早晨醒来，决定呼吸的人一样，是十分可笑的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特非常赞赏威尔斯法哥的卡尔·瑞查德和保罗·海赛、资金超市的汤姆·莫菲和丹·伯凯等这些经理，因为他们都对不必要的花费进行无情地削减。巴菲特说："他们都厌恶比实际所需多出来的数字。而且，当利润处于账面水平时，他们都会毫不犹豫地削减成本，其猛烈程度仿佛他们处于压力之下。"巴菲特自己对成本和不必要的花费也很不客气。他了解任何公司所适合的员工数量，而且相信对公司的每 1 美元销售，都有一个合适的费用水平。

在低成本运营方面，伯克希尔·哈撒韦做得相当出色。巴菲特曾戏称，伯克希尔用人方面相当节省却又恰当好处，公司总部员工想要组成一支垒球队都有困难。而且，伯克希尔公司没有法律部门，也没有公共关系部门或投资者关系部门，更不会有充斥着 MBA 毕业生、策划并购交易的战略规划部门。公司从不雇用豪华轿车的专职司机或信差。这样做的结果是，公司的税后最高支出不到公司运营收入的 1%。巴菲特说，有的公司有将近 10%的收入用作支出，这使其股东损失了 9%的股票价值。而伯克希尔公司在这方面就为股东节约了一大笔费用。

就长期来说，股市的变化轨迹和公司的实际价值基本相符。然而，在短期之内，股价却不随价值上下波动。巴菲特解释说，公司的股票收益也是如此。如果公司长期不能运用股票收益获利，公司的股价最终会下滑。相反，如果公司能够运用股票收益创造高于一般水平的回报，这种成功就会反映在股市中，并推动股价上扬。

巴菲特相信，如果他选择那些长期发展前景看好、由能力强而且真正为股东着想的经理负责的公司，那么他就一定会得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到理想的投资收益。他有一个很快速的检测股票收益的方法：上升的市价至少与公司的股票收益数额相符。如果市价超过了公司的股票收益，那么超过越多越好。总之，巴菲特解释说："在股市这个巨大的竞技场上，我们的工作就是，挑选出那些有经济特点的公司，它们的每1美元收益都会转化为至少超过1美元的市值。"

怎样确定公司的价值



市场准则中包含的所有原则都可以归结为一点：是否购买一家公司。从这一点来说，投资者必须衡量两个因素：**公司是否值得购买？现在是购买它的好时机吗？也就是说，这个价格合适吗？**

价格是由股市决定的，而价值是投资者在衡量了所有关于公司的商务、管理和财务特点等信息后所做出的判断。价格和价值并不一定相等。如果股市是个充满理性的市场，价格会根据所有信息自行调整。但实际上根本不会如此，股票的价格往往会高于或低于公司的价值。尽管原因多种多样，但这些原因并不都是符合逻辑的。

从理论上说，投资者的行为是受价格与价值之间的差额驱使的。如果价格低于每股价值，理性投资者会买进；如果价格高于每股价值，任何明智的投资者都不会买进。

随着公司在其经济生命周期中的变化，理性投资者会定期重估公司价值与市价之间的关系，并据此决定是买进、卖出还是继续持有。总之，两条永恒的原则是理性投资的关键：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1) 确定公司的价值；

(2) 以低于公司价值的价格购买公司的股票。

多年来，各类投资者们采用多种公式计算公司的内在价值。有些人喜欢各种简洁的方法：低价格收益比、低价格与账面价值比以及高股息红利。但是，巴菲特认为最好的计算公司价值的方法是数学家、金融专家约翰·伯尔·威廉姆斯提出的：通过计算公司整个生命周期中的盈利并对盈利作通货膨胀及时间现值的调整，你就可以确定公司的真正价值。威廉姆斯在自己的著作《投资价值理论》一书中写道：要想对一个公司的资产进行定价，首先要对其将来的支付进行估计，这是非常必要的。其中年度支付应该按货币自身价值的变化来调整，投资者会要求用净利率来对其折现。这也就是说，公司的价值是公司未来存续期间的净现金流（也就是所有者收益）之和，根据合理的利息率折算成的现值。对于威廉姆斯来说，有四个概念对于公司定价是至关重要的。

(1) 你必须把自己视为资产的所有者，并且像评估一个私有企业那样来评估一家股份公司；

(2) 你必须对公司未来的盈利潜力进行估计；

(3) 你必须确定未来的盈利是变化莫测的还是在年度间保持平衡；

(4) 你必须用资金的时间价值对未来收益进行调整。

巴菲特认为这是最合适的方法，用这种方法还可以计算不同投资类型的价值，包括政府债券、公司债券、普通股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特认为，要正确估计公司的价值，投资者需要估计公司将来在存续期间所创造的“息票”，并把这些息票折算成现值。他认为“这样的方法对所有公司，从很小的杀虫剂制造企业到电话生产商都适宜”。

综上所述，**巴菲特计算公司现值的策略是，首先估计公司未来存续期间可能创造出来的总收益，然后把它折算成现值。**关于收益，巴菲特用的是所有者收益来估计未来现金总收益。这需要运用所有已知的公司商务特点、财务状况、管理层品质的分析原则。



有一点巴菲特非常坚定，他寻找的公司的未来现金收益必须是可预见的、必定会有的，正如股票的收益一样。如果他没有信心预测公司的未来现金流，他就不会尝试估算公司的价值。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报中指出，未来现金流量出现的时间与数量是无法精确地预测的，因此只能进行保守的预测。“显然，我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以我们试着进行保守的预测，同时将注意力集中于那些不太可能会给股东带来灾难性恐慌的产业中。即便是如此，我们还是常常犯错。

“……要想预测未来现金流量出现的时间和具体数量却是一个非常困难的任务。想要使用这两个变量的精确值事实上是非常愚蠢的，找出它们可能的区间范围才是一个更好的办法。一般情况下，对这两个变量的估计结果往往是一个很大的区间范围，以至于根本得不出什么有用的结论。可以肯定的是，投资人要得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。不过投资者既不需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要具备什么出众的天才，也不需要具备超人的直觉。另外，在很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出最精确的参考数值，这在最宽松的假设条件下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种非常不确定的情况下，任何规模的投资都属于投机。”

巴菲特认为，要想最大限度地防止估计未来现金流量出错，有两个保守而可靠的办法，简单地概括为：**能力圈原则与安全边际原则**。

他指出：尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但即使是经验丰富且聪明智慧的分析师在估计未来现金流时也很容易出错。在伯克希尔，常常采用两种方法来对付这个问题，具体来说内容如下。

(1) 我们努力固守于那些我们可以了解的公司。

这意味着我们所投资的这些公司的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也不断变化，那么我们实在是没有足够的聪明才智去预测其未来的现金流量，不过，这种才智不足的缺点一点也不会让我们感到困扰。因为我们很清楚：要避免犯重大的错误，投资人只需要把关键的事情做正确就足可以保证盈利了。

(2) 我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。

如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们绝不会对它产生任何兴趣。我们始终秉承“安全边际”的投资原则，格雷厄姆非常强调这一原则，它是投资成功的基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这也正是巴菲特与众不同之处。所以，尽管他承认微软公司是一家很不错的公司，而且他高度欣赏比尔·盖茨，但是巴菲特承认，他一点也不知道如何估算微软未来的现金收益。这就是巴菲特所说的“能力范围”的意思，他对高科技产业了解不足，无法预测该行业中公司的长期收益潜力。

这就把我们引向了另外一个问题：在计算一只股票价值时，多高的折算比率才合适呢？巴菲特的答案很简单：如果依据比率折算不会带来投资风险，那么这个比率就是合适的。当利率低的时候，巴菲特向上调整折现率。或者参考债券收益，当债券收益低于7%时，巴菲特会把折现率提高到10%。而如果利息率逐渐自行提高，他就会让折现率和比率相符。如果它们不一致，巴菲特就会提高安全边际3个百分点。

华尔街的一些专家级人士认为，任何一家公司——不论实力多雄厚，也无法像债券一样能确保未来现金收益。他们认为更恰当的折现方法应当是无风险的回报率加上股票风险差额，风险差额反映了公司未来现金流的不确定性。而巴菲特没有用风险差额来折算比例。他不仅依赖安全边际，还依赖公司持续的、可预测的收益。巴菲特说：**“我在确定性上下了很大工夫，如果你像我这样做了，所谓风险因素的概念就毫无意义。”**

集中注意力在那些易于理解、具备持续经济实力、由真正为股东着想的人经营的公司，巴菲特认为所有这些都是十分重要的投资准则。但是，投资者千万不要以为只要遵循了这些准则，就一定能保证投资成功。在巴菲特看来，为了投资成功，最关键的是投资者首先必须以合理的价格购买股票。

如何以合理的价格购买一只股票呢？**巴菲特的基本策略是**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确认那些能够创造出高于一般收益水平的公司，然后以低于其价值的价格投资。格雷厄姆教会巴菲特只在股票的价格与价值间的差额具有很大的安全边际时购买，这一点对安全投资意义重大。今天，它仍然是巴菲特从事股票投资的指导原则。

可以说，安全边际原则对投资成功有着两方面的重要意义。

(1) 保护投资不受价格下跌风险的影响。

在这一原则指导下，如果投资者计算出公司的价值只是比每股价格高一点点，他就不会买这只股票。理由是公司的价值即使只是稍微有所下降，股价也会严重下挫，同时也会低于他的买价。但是，如果价格和价值间的边际足够大，公司价值下降的风险就会降低。如果一个投资者能以公司内在价值的75%购买公司，即使其价值在后来又下降10%，他付出的买价仍然会有回报。

(2) 安全边际还有可能产生额外的股票收益。

如果投资者正确地确认了那些收益超过一般水平的公司，公司的股票价值会在较长的一段时间内稳步上升。如果一家公司能保持股票赢利为15%，那么这家公司的股价每年的涨幅都会超过股票赢利率为10%的公司。另外，如果投资者利用安全边际原则，以大大低于公司内在价值的价格购买了一家真正杰出的公司，那么，当市场提高了公司的市价时，投资者就会从中获得额外的利润。巴菲特说：“市场和上帝不一样，市场不会原谅那些不知道自己在做什么的人。”

多年来，巴菲特运用这一基本准则进行了几项著名的股票交易。从吉列刀片公司到《华盛顿邮报》、波希姆珠宝商城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以及早期收购政府雇员保险公司的股票，巴菲特成功地把他的安全边际准则运用到这些行动中，取得了一系列令人吃惊的成功。

能否继续保持成功

预测公司未来发展的一个办法是计算公司预期中的现金收入在今天值多少钱。这是巴菲特评估公司内在价值的常用方法。然后他会寻找那些严重偏离这一价值、正被低价出售的公司。而华尔街（即市场）常常在巴菲特介入后才意识到自己的错误。

巴菲特认为，**巨大的投资机会来自于优秀的公司被不寻常的环境所困，这会导致这些公司的股票被错误地低估。**

"……当他们需要进行手术治疗时，我们就买入。"

巴菲特的这种策略总是会让那些研究他的投资行为的人大跌眼镜。在他们看来：巴菲特有时居然会买下一家看上去前景暗淡无光的企业。如 1963 年末，他在美国运通公司发生色拉油丑闻事件后，出资 3 亿美元购买其 1 200 万普通股份；1976 年，他以 4 700 万美元的价格买下了政府雇员保险公司；1990 年初，他又买下威尔斯法哥银行。不明就里的人，对巴菲特的上述种种投资行为一直大惑不解。但却一点也不影响这位投资大佬大赚钞票。

巴菲特牢记导师格雷厄姆所说的，大多数在股市上忙着抢短线进进出出的投资人，他们只是单纯地看到了眼前的利益。而对五年、十年或时间更长的价值投资就无所适从了。这从另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个角度说明，如果某公司正处于经营的困境，那么这家公司在市场上的股价就会存在着巨大的盈利机会。随着企业解决问题、恢复正常经营后，市场重新认识到其长期盈利能力丝毫无损时，股价将会大幅回升。在杰出投资大师眼中，企业稳定持久的竞争优势和长期盈利的能力是保障投资本金的安全性和盈利性的根本所在。

格雷厄姆注意到，投资于被低估的大公司会有巨大的投资收益："由于普通股显示了优良的成长性和迷人之处，过高估价成长股往往是市场的一贯作风。那么，因为一时发展活力不太令人满意的公司，市场对该股票估值过低也是预料之中的。"巴菲特认为这就是股票市场存在的一个基本规律，它提示了一种可以证明是最保守和最有希望的投资途径。他提醒投资者最关键的是要关注那些正经历不幸时期的大公司。而一些小公司被过度低估时，即使以后它们的收益和股价再发生增长，也会有最终丧失盈利能力的风险和不管收益是否好转都会被市场长期忽略的风险。相比之下，大公司在这方面却有着双重优势。

(1) 它们有充分的资本资源和智力资源帮助自己渡过难关，恢复到令人满意的正常收益；

(2) 市场对它们任何好转的表现往往会有适度敏感的反应。

巴菲特喜欢在好公司因受到困难的干扰，致使股价暂时下跌时进行投资。虽然没有人能够预测股市波动，但所有对股市历史略有所知的人都知道：在特殊的时候，能够明显地看出股票价格是过高还是过低。其诀窍在于：当股市出现过度狂热时，只有极少的股票价格低于其内在价值。而你就是要看准这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票，然后购买；当股市处于过度低迷时期，低于其内在价值的股票如此之多，以至于投资者因为财力有限而不能充分利用这一良机。巴菲特用自己的成功案例证明：股市狂跌是低价买入绩优股票的最好时机。

在多年的投资历练中，巴菲特发现，在一些企业，包括一些赢利性的机构中，发生周期性的经营循环是十分正常的事情。以电视台和报社为例，他们依赖的是广告收入，而整体经济状况会影响广告费率，进而造成收益的变动。经济不景气，广告收入锐减，报社和电视台的收益必然减少，在股市的反映就是上述公司的股价下跌。

例如，美国广播公司 1990 年就面临了这样的问题。由于当年的经济不景气，该公司宣布它的净利大致和去年的净利一样。之前，市场上则认为该公司的每股盈余应该增长 27%左右。结果，公司的消息一经公布，该公司股票在 6 个月内从每股 63.30 美元下跌至每股 38 美元，跌幅约为 40%。

这种状况也可能发生在银行业，某年度利率的改变会影响银行的营业收入。不动产市场的不良循环也会对银行业造成影响，经过一段时期的循环，随之而来的可能是不动产业界的大幅扩张。但是全面性的经济不景气，对各种银行的影响程度也不一样。对大型银行而言，如威尔斯法哥所受冲击的程度就远比小型银行严重得多。

1990 年，全美排行第七名的威尔斯法哥银行由于房地产的不景气，该银行在不动产放贷业务上出现了 13 亿美元的账面损失，相当于每股净值 53 美元损失了 25 美元。所谓账面损失，并不一定代表这些损失已经实现或者将来会发生，而是表示银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行必须从净值里提存这笔金额，作为应付将来损失发生时的准备金。也就是说，万一这些损失已确定发生，就必须从每股净值中取出25美元来弥补，所以该银行的净值会从每股53美元减少为每股28美元。为了提存这些损失准备，几乎把该银行在1990年的盈余全数耗尽，导致当年该银行的净利只有2 100万美元，约为每股盈余0.04美元。但是，威尔斯法哥银行所遭到的损失并没有预期的那么严重。因为在7年后，它的股价已经上涨到每股270美元。

由于威尔斯法哥银行在1990年没有赚到多少钱，股市立即对该银行的股票价格做出反应：从每股86美元跌到每股41.30美元，跌幅达到52%左右。正是在无人问津该银行股票的情况下，巴菲特却一反常态，以平均价格每股57.80美元的价格买进该公司10%的股份，约500万股。

因为在巴菲特眼中，威尔斯法哥银行是全美国经营良好、获利最佳的银行之一，但是该银行未上市的股价却远低于那些和它并列同级的银行。在加州有许多居民、企业和许多其他的中小型银行中，威尔斯法哥银行扮演着十分重要的角色，它和其他的大型银行竞争，为居民、企业提供相关的金融服务，如存款、汽车贷款、房屋贷款等，或是对其他中小型银行做资金融通，通过这些服务来赚取收入。

总而言之，因为经济环境的不良而引起的股价波动，正好给那些以企业家的眼光进行长期投资的人们一个绝佳的投资时机。如果投资者能以价值投资的眼光判断某家公司具有营运良好的特性，就可以预期该公司一定能渡过难关生存下去，一旦渡过这个时期，将来的营运表现一定比过去更好。应该看到，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济环境不良对那些经营体系脆弱的公司是最致命的考验。但对经营良好的公司而言，一旦形势有所改观，它必将会展现强者的态势，并扩大原有的市场占有率。

巴菲特在1996年伯克希尔公司年报中指出，市场下跌使买入股票的价格降低，所以是好消息。“我们面临的挑战是要像我们现金增长的速度一样，不断想出更多的投资主意。”

(1) 首先，市场下跌有助于降低我们整体收购企业的价格；

(2) 低迷的股市使我们下属的保险公司更容易以具有吸引力的低价格买入卓越企业的股票，包括在我们已经拥有的份额基础上继续增持；

(3) 我们已经买入其股票的那些卓越企业，如可口可乐、富国银行，会不断回购公司自身的股票。这意味着，他们公司和我们这些股东会因为他们以更便宜的价格回购而受益。

总体而言，伯克希尔公司和它的长期股东们会从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益。对伯克希尔公司来说，市场下跌反而是重大利好消息。大多数人都是对别人感兴趣的股票才感兴趣，而正确的作法是：当没有人对股票感兴趣时，才正是你应该对股票感兴趣的时候。**越热门的股票越难赚到钱。只有股市极度低迷，整个经济界普遍悲观时，超级投资回报的投资良机才会出现。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素❹

寻找能“屏蔽”对手的公司

预测未来必定会有风险，因此巴菲特偏爱那些能对竞争对手构成巨大“威胁”的公司。这不一定意味着他所投资的公司必须能独占某种产品或某个市场。例如，可口可乐公司从来就不缺竞争对手。但巴菲特总是寻找那些具有长期竞争优势、使他对公司价值的预测更安全的公司。

在20世纪90年代末，巴菲特不愿投资科技股的一个原因就是：他看不出哪个公司具有足够的长期竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者的首选目标

在选择了具有较好吸引力的产业后，投资者应该如何选择有投资价值的企业呢？

巴菲特认为，投资者所要做的首先是要分析企业的竞争优势及其可持续性。“对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定所选企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。”所以，投资者应该去努力寻找和发现具有持续竞争优势的企业作为投资的首选目标。

巴菲特在2000年4月伯克希尔股东大会上，回答关于哈佛大学商学院的教授迈克尔·波特的问题时说：“我对波特非常了解，我很明白我们的想法是相似的。他说，长期的可持续竞争优势是所有企业经营的核心，就这一点而言，我们所想的完全相同，这正是投资的关键所在。理解这一点的最佳途径是：研究分析那些已经取得长期的、可持续竞争优势的企业。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特强调，之所以要投资于具有持续竞争优势企业，其主要原因是：就长期投资来说，股价最终取决于公司内在价值，而具有持续竞争优势的企业要远远优于那些一般企业，它能够持续创造更大的价值增值，也能为股东带来更大的财富增值。

他认为，分析企业是否具有持续竞争优势，分为以下两个步骤：

（1）分析企业是否具有真正的竞争优势；

（2）分析企业的竞争优势是否能够长期保持。

从企业价值增值能力的角度来看，一个公司在向客户提供具有某种价值的产品或服务的过程中，如果能够表现出超越其他竞争对手的一种优势，并依赖于这种优势，该企业能够在一定时期内保持超出所在产业平均水平的价值增值能力，该企业就具有一定的竞争优势。

价值增值就是企业产出价值与投入成本之间的差额。可以说，实现价值增值是企业生存和发展的基础。如果企业不能使它购进的原材料或半成品增值，那么它就没有长期存在的必要。

巴菲特认为公司竞争优势“归根结底来源于企业为消费者创造的超过其成本的价值。价值是客户愿意支付的价钱，而超额价值来源于企业以低于对手的价格提供同等的效益”。

企业持续竞争优势是在较长的一段时间内，竞争对手对所有的仿制能力尝试之后，该企业仍能够保持的竞争优势。竞争优势是否能够持续以及持续多长时间，取决于企业的竞争优势“壁垒”。竞争对手想模仿优势企业，必须通过创新避开优势企业的隔离机制，但是这需要额外增加其生产成本或降低其收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



率，这会减弱其模仿和进入的驱动力。这种壁垒越坚固，企业的竞争优势就会越长久地持续下去，并长期获得超额利润。

巴菲特将竞争优势壁垒称为企业城堡的护城河。“那些能够提供优秀产品或服务且周围具有很宽的护城河的企业，能为投资者带来满意的回报……我们喜欢这样的企业城堡，它们的竞争优势有如很宽的护城河，河里游满了很多鲨鱼和鳄鱼，足以抵挡外来闯入者。”

企业竞争优势的差异性，表现在顾客对企业产品或服务的偏爱程度。与竞争对手相比，具有竞争优势的企业往往拥有更高的盈利能力。这样的企业会比竞争对手获得更多的利润。这种超额利润来源于以下几个方面：极低的生产成本、极多的市场份额、极高的销售价格。

因此，竞争优势体现以下几个方面。

(1) 市场份额优势。

在产品销售利润率相近时，从市场的角度来看，竞争优势体现在企业占有更大的市场份额。

(2) 产品优势。

相对较大的市场份额本身会由于更低的生产成本或者更高的销售价格而增加。

(3) 极低的生产成本使企业能以更低的销售价格出售。从而进一步增加市场份额。

(4) 当企业由于产品的差异性使其能以更高的价格出售时，即使在销售数量不变的情况下，市场份额也会增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特承认，检验竞争优势的最可行、最客观的标准是：相对市场份额和相对利润率。

分析企业相对市场份额优势一般可按照以下步骤。

(1) 对竞争市场进行细分；

(2) 确认细分市场上的领导者；

(3) 分析细分市场结构的稳定性。

评估竞争优势需要确定企业的相对市场份额，而确定市场份额的前提是对市场进行细分。只有正确地确定被分析公司的业务范围，才能为准确分析竞争优势提供有力的依据。此处的市场细分与一般营销中所提及的市场细分不尽相同，竞争优势分析中的市场细分主要是针对不同的竞争对手进行市场细分，更确切地说是业务市场细分或竞争市场细分。这一概念与亨德森提出的战略性的局部市场相似。

在公司经营方面，是多元化经营容易成功，还是专业化运作更容易胜出，这个争论已经持续了很久，每个公司情况不同相应有不同的选择。但经过分析家们的多年观察，发现大多数具有持续竞争优势的企业都是高度专业化的，这些公司的业务往往是集中于一种在细分市场上遥遥领先的核心业务。

由此可见，专业化生产是企业获取长期竞争优势的根本特征。因此，投资者寻找持续竞争优势企业应该集中于那些高度专业化的企业。

经济学家詹姆斯·艾伦研究发现，在过去的几十年里，全世界有90%的公司未能取得持续盈利增长。他通过对一些大型国际公司的销售收入进行数据分析，发现仅有13%的公司是持续保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5.5%以上的实际收入增长率，且股东总收益超过资本成本。而许多持续创造价值的企业，一般都是高度集中于核心业务专业化的企业，并且大大领先于多元化经营、没有核心业务的竞争者。

美国经济学者康斯坦丁诺斯·马科特斯对美国企业在20世纪80年代重新核心化的范围和影响进行了实证研究。他的研究表明：20世纪80年代美国最优秀的企业中超过20%的企业重新核心化，而60年代这个比例仅有1%。在1981年—1987年间，美国排名前100家的企业所发生的收购案例中，65%以上都与核心业务相关。

在投资者对竞争市场进行细分，并寻找到相对市场份额最大的市场领导者后，就会有一个这样的疑问：什么样的市场结构下竞争市场是比较稳定的呢？

全球公司战略创新者波士顿顾问公司的创始人亨德森对此提出了“三四”律：“在一个稳定的竞争性市场中，有影响力的竞争者数量绝不会超过三个。其中，最大竞争者的市场份额又不会超过最小者的四倍。这个规律是由下面两个条件决定的：在任何两个竞争者之间，2：1的市场份额似乎是一个均衡点……市场份额小于最大竞争者的1/4就不可能有效地参与竞争……

“‘三四’律只是一种假设。它并没有经过严格的证明。但在诸如汽轮机、汽车、婴儿食品、饮料和飞机制造等特性迥异的产业中，这条规律与观察所得相当吻合。”

分析巴菲特所投资的企业，在其所处的竞争细分市场上，都是绝对的市场领导者，并且非常注意与竞争对手形成良好的竞争关系，以保持稳定的市场结构。以可口可乐为例，在美国碳酸软饮料市场中，可口可乐2002年的市场占有率为44.3%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售量达到29亿加仑。而百事可乐的市场占有率为31.4%，销售量为20亿加仑。两者的市场份额接近80%，其他饮料厂商的市场份额只有20%左右，只有可口可乐和百事可乐的1/4左右，正好符合80/20定律。

在巴菲特看来，市场份额的竞争优势评估只是对企业的整体优势进行比较，要寻找企业竞争优势的本质特征和内在根源，投资者还需要从产品的角度进一步深入进行详细的评估。企业的竞争优势有多种多样的形式，但是从产品或服务的角度都可以归纳为两种最基本的形式：竞争对手长期无法复制的成本优势和差异化优势。

巴菲特指出：尽管相对于其竞争对手而言，具有竞争优势的企业可能会有很多优势和劣势，但是有两种基本的竞争优势一定不能丢，否则，企业将不再成其为竞争优势企业，这两种基本竞争优势就是：低成本或差异化。一个企业所具有的优势或劣势的显著性，最终取决于企业在多大程度上能够对相对成本或差异化有所作为……**任何一个业绩优异的企业都具备其中之一或同时具备两种优势，即超凡的获利能力只能来自于低成本或差异化中的高定价，或两者兼而有之。**

巴菲特认为，如果一个企业能够创造和维持全面的成本领先地位，它只要将价格控制在产业平均或接近平均的水平，就能够获取优于平均水平的经营业绩。

成本优势来自企业生产成本明显低于产业平均水平，但这种成本领先必须在相对竞争对手产品差异化的基础上，创造相等或近似的顾客价值，才能取得超额盈利水平。一般来说，成本优势主要体现在以下几个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（1）提供与竞争对手相似的顾客价值的产品，但企业的相对成本优势大于它与竞争对手之间的价格差异，由此可以同时增加顾客价值和自身利润；

（2）提供与竞争对手具有相同顾客价值的产品，但在生产成本上明显低于竞争对手；

（3）提供在顾客价值上与竞争对手有差异的产品，产品的顾客价值和生产成本都低于竞争对手，但成本差异超过顾客价值差异，公司通过重新定义产品而获得竞争优势。



典型的成本优势厂商通过生产销售标准的产品并且极力强调从一切来源中获取规模经济或绝对成本优势。而企业获取成本优势主要通过以下途径。

（1）控制成本驱动因素。

企业可以在总成本中占有重大比例的价值活动方面获得优势。

（2）重构价值链。

企业可以采用有所不同、效率更高的方式来设计、生产、销售产品的方法。

以上说的是企业的成本优势，下面再来说说竞争优势的第二个要素——差异化优势。

巴菲特认为，当一个企业能够为顾客提供一些独特的、不仅仅是价格低廉的产品或服务时，这个企业就具有了区别于其他竞争对手的差异性。这种差异化可使企业控制产品溢价，为自己赢得顾客忠诚，使它在一定的市场价格水平下出售更多的产品或服务，或者能够以更高的价格出售相同数量的产品或服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务从而获取溢价收益。如果企业获得的溢价超出企业为形成经营差异性而追加的成本和费用，那么差异化优势就会为企业创造出众的业绩。差异化优势的前提是：顾客从产品或服务的特殊性能中获得的价值差异超过他们支付的成本差异。

差异化的优势主要表现为以下几点。

(1) 提供与竞争者生产成本相近的产品，但能够为顾客提供更多的价值；

(2) 提供生产成本稍高于竞争对手、但质量却明显优于竞争对手的产品；

(3) 提供生产成本明显高于竞争对手的产品，但能够为顾客创造更多的价值，即价值差异明显大于成本差异。

经济学家亨德森指出：形成有别于竞争对手的差异是企业能够在自然竞争中生存的前提条件。虽然这些差异可能不很明显，但在同一时间、同一地点、以相同方式生存的竞争者之间是极难维持稳定局面的。在某些常见的竞争环境下，差异可能给一个竞争者带来压倒其他对手的优势。这种差异的价值，在一定程度上成了衡量某个竞争者未来兴旺程度和生存前景的尺度。

巴菲特认为，差异化优势主要来源于企业的价值链，来源于企业所进行的各种具体活动和这些活动影响顾客的方式。这些独特的活动使企业提供的产品或服务具有独特性，这种独特性能够为顾客创造价值，而且是竞争对手无法提供的。“除非企业经营差异化的来源始终对其顾客具有价值而且不易被竞争对手模仿，否则它就不可能长期产生溢价。因此企业必须找到各种壁垒，从而防止被竞争对手模仿，同时还要保持这种壁垒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有效的持久性。”

巴菲特将差异化竞争优势称为经济特许权，他在伯克希尔年报中写道：凭借特定的产品或服务，一家拥有经济特许权的公司一定要具备如下特征：其提供的产品或服务确有需要或需求；被顾客认定为找不到其他类似的替代品；不受价格上的管制。一家公司一旦具有以上三个特点，就具有了对所提供的产品与服务进行主动提价的能力，从而能够赚取更高的资本报酬率。



寻找具有长期竞争优势的公司

预测未来必定会有风险，因此巴菲特偏爱那些能对竞争对手构成巨大“威胁”的公司。这不一定意味着他所投资的公司必须能独占某种产品或某个市场。

巴菲特每次做投资分析时，都假设自己要长期持有这只股票10年以上：“让我们假设，你将离开10年之久，在此之前你想要进行一项投资，离开的10年间你了解的只能和你现在一样多，而且无法改变你离开时所发生的一切。这时你会怎么想？”

在巴菲特看来，能够让他有信心持有10年以上的股票，其背后一定是那些竞争优势长期持续稳定的伟大企业，他把这类伟大企业定义为：“在25年或30年后仍然能够保持其伟大企业地位的企业。”

他进一步指出：“像可口可乐和吉列这样的公司很可能会被贴上‘伟大企业’的标签。分析家们对这些公司在未来的10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年或20年里到底会生产多少软饮料和剃刀的预测可能会略有差别。但是，在诚实地评估这些公司后，从来没有哪一位明智的观察家，甚至最强有力的竞争者，会怀疑在投资寿命期限内，可口可乐和吉列在全世界占据主导地位的能力。实际上这些公司的主导地位很可能会随着时间的洗练而变得更加强大。在过去的10年中，上述两家公司都已经明显地扩大了它们本来就非常巨大的市场份额，而且所有的迹象都表明在下一个10年中它们还会再创佳绩。"

根据巴菲特的投资分析经验表明，只有少数企业具有长期持续竞争优势。从下面这段话中，我们可以找到明确的答案："当然，查理和我即便再寻觅一生，也只能够鉴别少数竞争优势持续'增长'的公司。领导能力本身提供不了什么必然的结果：看看几年前通用汽车、IBM和西尔斯百货所经历的震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看起来所向无敌的时期。尽管有一些行业或者一些公司的领导者具有无与伦比的优势，因此自然而然成为行业中的首领，但大多数公司并不能做到这一点。在确定一家具有长期竞争优势的公司时，都会碰到十几家冒牌货，这些公司尽管看起来很强大，却在竞争性攻击下表现得不堪一击。考虑到成为一家伟大的公司有多么困难，查理和我认识到我们所能发现伟大企业的数目永远不能赶上蓝筹股50家排行榜上的数目。因此，在我们的投资组合中，除了具有长期竞争优势的公司外，我们还增加了几家盈利'可能性高的公司'。"

巴菲特认为，他长期投资的可口可乐和吉列公司就是最好的典范："就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要比任何一家电脑公司或是通讯公司小得多，可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列则拥有60%的剃须刀市场占有率，除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像它们一样，长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的是，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加它们全球市场的占有率、品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得它们拥有超强的竞争力。”

根据《财富》杂志的一组数据，巴菲特再次证明了竞争优势企业的珍贵与稀有。巴菲特说：“根据《财富》杂志在1988年出版的投资人手册，在全美500家制造企业与500家服务企业中，只有6家公司在过去10年中，股东权益报酬率超过30%，最高的一家也只有40.2%……从1977年到1986年间，总计1 000家中只有25家能够达到业绩优异的双重标准，连续10年平均股东权益报酬率达到20%，且没有1年低于15%。



“这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，这25家中有24家的表现超过标准普尔500指数。这些企业有两个特点可能会让你大吃一惊：其中一些大企业只使用相对于其利息支付能力来说很小的财务杠杆。这再一次说明真正的好企业并不需要借款；除了一家高科技企业和几家制药企业之外，绝大多数企业的业务都非常普通。它们出售的大都还是与10年前基本上完全相同的、并非特别引人注目的产品。只不过现在的销售额更大，或者价格更高，或者二者兼而有之。

“这25家明星企业的经营记录再次证实：继续增强那些已经相当强大的经济特许权，或者专注于一个遥遥领先的核心业务，往往是形成非常出众的竞争优势的根本所在。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析世界500强企业，几乎无一不在创新能力、管理模式、品牌形象、顾客服务等方面具有核心竞争力。这些公司成功的过程，也就是其通过培育和发展核心竞争力取得持续竞争优势的过程。

这种真正具有核心竞争力的企业的数量非常之少，这样的状况使得对核心竞争力的判断像对稀世珍宝的判断一样既是科学又是艺术。正因为如此，只有像巴菲特那样拥有出众的判断能力的人，才能在股市中获得巨大投资回报。

巴菲特强调，与企业战略研究中从内部分析核心竞争力有所不同，我们是从一个投资人的立场出发，以外部分析的角度，判断企业是否具有核心竞争力。

企业的核心竞争力的实质是一种能力，但它们并不是一般或普通的能力，而是超越于普通能力或技巧的更高级别或层次的能力。核心竞争力是一个企业的技能和技术的集合体，或对相关多种技术学习心得的总和与组织知识的总和，并非单个分散的技能、技术与组织知识。投资者不应将核心竞争力与核心产品和核心能力相混淆。核心竞争力注重企业价值链中的个别关键优势，与能力有所不同。核心竞争力是能使企业提供附加价值给客户的一组独特的技能和技术。分析家认为核心竞争力可以分为三种基本类型：

(1) 市场渠道能力；
(2) 资源整合能力；
(3) 功能性能力。

麦肯锡管理咨询公司认为，企业核心竞争力包括两类能力：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(1) 洞察力、预见力。

这些能力有助于企业发现并掌握能够形成先行一步优势的事实或模式。

(2) 业务一线的实施能力。

因一线人员工作差异显著，导致终端产品和服务也产生很大差异，从而导致实施能力的不同。业务一线实施能力可以定义为交付产品或服务的独特能力，具体而言是指产品和服务质量能达到顶尖的工作者在理想状况下所能产生的最佳水平。

而巴菲特却认为，**核心竞争力是一家企业超越竞争对手的根本原因，是持续竞争优势的源泉。**因此核心竞争力对企业差异化竞争优势具有重要的贡献。核心竞争力的价值特性，表现在以下三个方面。

(1) 创造更多的消费者价值。

核心竞争力通过创造符合市场需求的产品来实现顾客所特别注重的价值，可以帮助企业提供多于竞争对手的客户价值。一项能力之所以是核心的，就是因为它形成了企业价值链中的个别关键优势，能够实现顾客所特别注重的价值。

(2) 创造更高的企业价值。

核心竞争力在企业创造价值差异和成本差异方面具有核心地位，能显著提高企业的盈利能力。核心竞争力表现在企业能以比竞争对手更低的成本满足顾客的需求，或以同样的成本满足顾客更多的、更高的需求。同时核心竞争力必须能够把它本身的优势传递给公司，为公司创造更多的价值增值，而尽量不能让顾客、竞争者、供应商获得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 帮助企业更好地利用机会或抵抗威胁。

核心竞争力的价值使企业能够在相同的环境中比竞争对手更好地利用机会或抵抗威胁，它表现为一种综合的和动态的竞争力。其价值体现在核心竞争力与其他能力的结合，以及与市场需求的相互影响的过程中，并随着时间的变化而变化。

核心竞争力是企业具有长期竞争优势的最关键的价值驱动因素，它对最终产品或服务的价值具有最重要的贡献。核心竞争力具有支持多种最终产品或服务的潜能，它是支持企业现有各种业务的"底盘"，拥有核心竞争力的企业也就拥有了进入其他市场的潜力。同时，一个企业一旦形成了一种核心竞争力，还可以在此基础上慢慢形成一个更高层次核心竞争力，进而拥有更具效率的新的核心竞争力。

大多数投资者往往都会错误地认为，只要在某个方面做到具有最强大的核心竞争力，就可以抵消其他劣势，保证公司整体具有竞争优势。事实上，选择侧重于一两项具体竞争力，并不能消除规模或范围的劣势。

并且，核心竞争能力是一种不同寻常的竞争力，这种核心竞争力是远远超出对手的竞争力。核心竞争力的差异决定了企业经营效率之间的差异。这种独特性同时也表明核心竞争力是稀缺的，而且一旦形成，其他对手又是难以模仿的。它的独特性也表明其不能被其他一般性能力所替代，从而能支持企业实施与众不同的战略并取得竞争优势。

核心竞争力很难在企业间进行转移，这也有助于形成企业竞争优势的持续性。核心竞争力的不可完全转移性主要来源于相关资源要素市场的不完全竞争性，如地理性固定、不完全信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息、专用性、组织能力的附着性等因素的限制，这使竞争对手难以通过公开的市场交易购买相同的资源进而形成相同的竞争能力。由于核心竞争力具有特殊性和不具有完全转移性，所以形成核心竞争力的投资总的来说是不可还原的，它实际上形成了一种刚性，给企业构成了一种进入和退出壁垒。

由于核心竞争力具有上述特点，因此在识别时就变得非常困难。而且大多数被引证的企业案例往往带有事后追溯的特征，也就是说一个企业之所以具有核心竞争力是因为它已经取得了竞争优势。而投资者在投资过程中的任务是从企业的成长历程出发，寻找识别一个企业是否具有核心竞争力，以确认那些具有核心竞争力且未来拥有持续竞争优势的优秀企业。

识别核心竞争力的基本方法分为以活动为基础和以技能为基础两种。这两种方法有助于企业从内部识别自身的重要活动和关键技能。

由于我们在投资中主要是从外部进行分析，因此我们重点分析企业的核心竞争力是否真正符合以下基本特征：价值性、关键性、独特性、难以模仿性。

核心竞争力能够创造客户价值和企业价值。核心竞争力是企业持续竞争优势的源泉，因此核心竞争力对企业能否实现超出平均水平的价值增值具有重要的贡献。我们可以从价值增值方面来判断公司核心竞争力。

客户价值的角度分析，最好首先从自身的消费经验出发，分析企业能否带给客户所看重的价值，或者带给客户最大的价值增值。识别核心竞争力最关键的是必须弄清：客户为什么愿意为某些产品或服务付更多的钱？客户愿意付钱换取的究竟是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么？哪些价值因素对客户最为重要，也因此对实际售价最有贡献？经过如此分析，可以初步识别出那些能够真正打动客户的核心竞争力。

通过分析企业的长期经营记录，我们不难看出，核心竞争力在实现企业价值增值方面发挥着重要作用。具有核心竞争力的企业能够在相同的环境中比竞争对手更好地利用机会或抵抗威胁，核心竞争力在为企业创造价值差异和成本差异过程中承担重要的角色，可以帮助企业显著提高自身的盈利能力。

核心竞争力的核心地位首先体现在产品价值创造中的核心地位，核心竞争力必须是企业最关键的价值驱动因素，形成企业价值链上的关键环节，可以为客户创造独特的价值贡献。其次，核心竞争力的核心地位体现在公司整体价值中的核心地位，核心竞争力必须比该行业相关的所有战略因素都更为重要，它是形成公司整体竞争优势的核心因素。

投资更安全的公司

所有对巴菲特投资策略有所了解的人们，都知道他最大的特点是对自己看好的股票会持有十几年之久。巴菲特之所以敢于如此长久持有，是因为他坚信自己投资的企业和产业在未来长期内具有很强的稳定性。他不讳言：“我们的重点在于找到那些在通常情况下未来 10 年、15 年或者 20 年后，经营情况可以预见的企业。”

巴菲特承认：“我们过去对许多公司和普通股进行投资时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比较偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单，在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始到未来的10年或20年的时间里，肯定拥有强大竞争力的企业。至于那些竞争环境迅速转变的产业，尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性。"

巴菲特总结了自己的产业分析经验：**主业长期稳定的企业往往盈利能力最强。**

"盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与5年前甚至10年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能因此过于自满，企业总是有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等，这些机会一定要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。推而广之，在一块总是动荡不安的经济土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的经济特许权企业城堡的，而经济特许权企业正是投资人持续取得超额利润的关键所在。"

一个公司的主业之所以能够长期稳定，其根本原因在于其所在产业具有长期稳定性。而那些经常发生重大变化的产业，如高科技产业和新兴产业等，巴菲特则认为其产业本身具有内在的不稳定性，难以对其长期前景进行可靠预测，所以巴菲特从不投资于高科技等容易变化的不稳定产业。

"当然有许多产业，甚至查理和我可能都无法确定到底这些公司的业务会如何。即使我们花了多年时间努力研究这些产业之后，我们还是无法解决这个问题。有时是由于我们本身智力和学识上的缺陷阻碍了我们对这些产业的了解，有时则是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业本身就是很大的障碍。例如对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来说，根本就无法判断其长期经济前景。在1980年以前，我们能预见到现在的电视机制造产业或电脑产业的变化吗？当然不能（就算是大部分热衷于进入这些产业的投资人和企业经理人也不能)。那么为什么查理和我非得认为我们能够预测其他快速变迁产业的发展前景呢？所以，我们宁愿专注于那些容易预测的产业。”

巴菲特的产业选择经验表明，产业演变将导致产业吸引力及产业平均投资回报率的重大变化，相应企业对于产业演变的战略反应是否适当，将导致企业竞争优势发生较大变化。

巴菲特认为，分析产业演变的出发点是产业结构分析。产业发展初期的产业结构通常与产业发展后的产业结构相差很远，正是产业演变过程推动产业向其潜在产业结构发展。同时诸如技术开放、创新、打算进入该产业的某些特定企业等许多不可预知的因素都会对产业演变有很大影响，这使产业演变很难准确预测。

在产业演变分析中，投资者应关注以下三个重点。

(1) 分析重要的产业演变过程；

(2) 分析演变中的重要经济关系；

(3) 应用产业图景进行合理预测。

产业演变不是局部的、分散的变化，因为产业本身是一个多种因素相互联系的系统，产业结构某一方面的变化将触发其他方面也发生变化，甚至发生重大的变化。因此产业的变化常常引发一系列反应，导致其他许多变化。这些变化并没有什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



统一的模式，根本不像产业生命周期中描述的那么完整清楚。但是演变过程中具有某些特别重要的发展趋势。具体表现在以下几个方面。

(1) 产业集中趋势。

一般来说，进入壁垒越高，产业集中度也越高，市场份额主要由领先的前几名大企业所占有。进入壁垒越低，新的企业越容易进入并代替退出的企业，产业集中度一般不会太高。同样的，退出壁垒越高，越会强迫企业留在产业内，产业集中度也不会降低。

(2) 产业边界模糊化。

产业结构的变化常常伴随产业边界的变化，产业演变具有改变这些产业边界的强烈趋势。产业中的创新或者涉及替代品的创新都可能导致更多的公司直接参与竞争进而有效地扩大产业边界。

很明显，产业未来发展演变是不确定的，而采用巴菲特长期价值投资策略的前提是对产业发展的稳定性进行预测。那么如何对面临许多不确定性的产业未来进行相对准确的预测呢？

美国著名管理学家，“竞争战略”之父，迈克尔·波特将图景分析方法应用在产业结构演变分析上，提出了产业图景这一产业演变分析工具。

所谓产业图景，就是一种对未来情况的内部连续的看法，是考虑不确定性的有效手段。通过构造多种图景，管理层能够系统地研究进行战略选择时可能带来的各种后果，帮助管理层将未来的模糊的假设明确化，避免做出危险的、片面的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应该明确的是，一种产业图景不是对未来的预测，而是代表未来一种可能的产业结构，是众多未来可能的产业结构中的一种。事实上，一个图景就是在一系列关于未来的联贯假设下，对产业结构、竞争对手行为以及企业竞争优势来源所做的充分分析。产业图景分析的目的是保证企业对于未来产业结构的看法是联贯的，而不是片面的。

巴菲特认为这种产业图景分析方法也可以用于投资决策分析之中。通过仔细分析，慎重选择一组产业图景，然后，利用整个一组产业图景，而不是其中某个最可能发生的图景，来分析其对于企业长期竞争优势的影响，从而有助于我们作出长期价值投资决策。

波特提出构造产业图景有以下六个过程。

(1) 辨识影响产业结构的不确定性；

(2) 确定驱动这些不确定性的因果性要素；

(3) 就每一组重要的因果性要素作一系列合理的假设；

(4) 综合各要素的假设，形成内部联贯的图景，分析每一图景占优势的产业结构；

(5) 确定每一图景中竞争优势的来源；

(6) 预测每一图景中的竞争对手行为。

我们知道，企业的生存状况如何，除了自身的条件之外，在很大程度上还要受制于其所处的外部环境尤其是产业环境的影响，一般来说，外部环境通常可分为两大类：

(1) 由自然、人口、社会、经济、技术、政治、法律等因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



素组成的宏观环境；

(2) 由产业内部的竞争对手、供应商、买方、替代品生产厂商、潜在进入者等构成的产业竞争环境。

宏观环境一般并不直接影响企业的经营，而是通过产业环境间接影响。因此产业竞争环境对企业竞争优势的获得和维持具有最直接、最强大的影响力。产业结构强烈地影响着企业竞争优势的确立及其可持续性。

巴菲特认为，产业之间的竞争会不断地将某个产业投资资本收益率降低到最低平均收益率水平。当某个产业收益率低于投资资本要求的最低收益率水平时，投资者就会无法长期接受而退出该产业，转移投入到其他收益率较高的产业，其结果是使该产业竞争减弱而收益率水平上升。当某个产业收益持续高于最低收益率水平时，将会吸引新的投资资本进入，使该产业内竞争加剧而收益率下降。



但在实践中，一些产业由于其独特的产业结构拥有较高的进入壁垒，因而能够长期保持超出其他产业平均盈利水平的高收益率。即使投资于这些具有超额收益率的产业中一般的企业，投资者也会有较高的回报。相反，在收益率水平很低的产业中，即使是投资于最优秀的企业，投资者也只能有较低的回报。

总结巴菲特的投资经验，他在产业选择中重点关注两大方面：

(1) 产业吸引力。主要表现在产业平均盈利能力上；

(2) 产业稳定性。主要表现在产业结构变化程度上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特把百货零售业与电视传媒业进行了产业吸引力比较："零售业是竞争剧烈的行业。在我40多年的投资生涯中，看过许多零售商曾经一度拥有令人吃惊的成长率和超乎寻常的股东权益报酬率。但是他们后来突然间业绩急速下滑，最后不得不宣告破产……相对于制造业与服务业，这种刹那间的流星现象屡见不鲜。原因是这些零售商必须时时保持比同行更加聪明的头脑。但不管你如何聪明，竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你。同时，一群新加入的零售商又在用各种各样的手段引诱着你的客户。当公司的业绩一旦出现下滑趋势，很快就会走向失败。

"相对于这种必须时时聪明的产业，还有一种只需聪明一时的产业。举个例子来说，如果你在很早以前就聪明地买下一家地方电视台，你甚至可以把它交给懒惰又差劲的女婿来经营管理，而这项事业却仍然可以好好地经营上几十年。当然，若是你懂得将电视台交给大都会公司主席来管理，你本人则退居幕后毫不干涉，你所获得的回报依然会非常高。但是对零售业来说，如果用人不当的话，就等于买了一张准备倒闭关门的门票。"

巴菲特的投资经验表明，产业吸引力是股票投资中产业选择的首要标准。那么如何分析、比较产业吸引力呢？

波特认为，产业吸引力取决于产业内的五种主要竞争作用力，这些作用力的共同作用决定了该产业的最终盈利能力。这种盈利能力决定了长期投资回报率水平。该产业的长期投资回报率会随着这些竞争作用力合力的变化而发生根本变化。在那些竞争作用力强的产业，没有一个企业能获取超出平均水平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



较高投资收益率。而在那些竞争作用力相对较弱的产业，企业普遍能够获取很高的收益率。

产业结构通常会影响产业内部所有的企业，这种影响力来源于产业内部的基础经济结构，不是单个企业所能改变的。如果一个产业的产业结构能够持续保持较高的吸引力，同时持续形成较高的进入壁垒，那么该产业中的企业就具有保持持续竞争优势的良好环境条件。

产业结构分析有助于投资者在股票投资中寻找到平均盈利水平较高的长期稳定产业，在这些产业中更容易找到盈利水平高、竞争优势持久的优秀企业。这正是巴菲特心中最理想的投资目标。

能够“屏蔽”对手的可口可乐

巴菲特总是寻找那些具有长期竞争优势、使他对公司价值的预测更安全的公司。他总是偏爱那些能把竞争对手屏蔽在外的公司，例如可口可乐。

巴菲特在1988年分批买入可口可乐公司股票2 335万股，投资10.23亿美元。到1994年继续增持，总投资达到12.99亿美元。他在伯克希尔1991年年报中高兴地说：“三年前当我们大笔买入可口可乐股票的时候，伯克希尔公司的净值大约是34亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字。”

可口可乐是巴菲特最成功的投资，比他自己想像的还要成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功。2003 年底巴菲特持有可口可乐的股票市值为 101.50 亿美元，15 年间增长了 681%。仅仅在可口可乐一只股票上的投资，就为巴菲特赚取了 88.51 亿美元。

巴菲特之所以如此看好可口可乐公司股票，完全是因为可口可乐公司就是他苦苦寻找的、能给对手构成威胁的企业。这源于他8 项不可驳辩的理由。

(1) 可口可乐公司是传统稳定的产业。

巴菲特看到，软饮料是世界上规模最大的产业之一。它的特点是大规模生产、高边际利润、高现金流、低资本要求以及高回报率。

可口可乐公司在国外的发展机会是巨大的，因为外国人和美国人一样只喝少量的苏打水。在已经成熟的美国市场上，可乐的人均年消费量为 395 瓶，而在世界范围内可乐的人均消费只有 64 瓶左右。从这组数字可以看出，美国的人均消费量是世界平均消费量的几倍，这一差距表明可口可乐在国外的市场潜力是十分巨大的，而这对可口可乐公司和伯克希尔公司来说都是极为有利的。可口可乐公司已经先知先觉，在世界各地的瓶装厂投入了巨大资金。尤其在欧洲各国，可口可乐公司正不断加大许多瓶装生产线的投资力度，并期望在欧洲经济一体化进程中能够解除这个行业管制。但不管怎样，瓶装生产线的投资将会使可口可乐公司分享很大的规模经济，并且不断巩固它作为低成本软饮料生产商的地位。

(2) 可口可乐的业务最简单易懂。

可口可乐公司业务非常简单易懂。在巴菲特眼中，可口可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乐的业务简单得可以一碗水看到底：公司买入原料——制成浓缩液——再销售给装瓶商——由装瓶商把浓缩液与其他成分调配在一起——再将最终制成的可口可乐饮料卖给零售商，包括超市、便利店、自动售货机、酒吧等，整个生产销售过程简单透明，让投资者有说不出的放心。

(3) 可口可乐公司的品牌在同行中与无伦比。

20 世纪 90 年代，可口可乐公司业绩虽然增长缓慢。但是，巴菲特一直坚信，如果世界上还有一家强盛不衰的企业，那它一定是可口可乐公司。在伯克希尔公司 1990 年的年度报告中，巴菲特说，他视可口可乐公司为“世界上最有价值的商号”，这一点你不会感到奇怪。据评估，可口可乐品牌价值 400 多亿美元。可口可乐公司甚至在 1995 年年度报告中宣称：“如果我们的公司被彻底摧毁，我们马上就可以凭借我们品牌的力量贷款重建整个公司。”



所以，真正让巴菲特眼前一亮，并对可口可乐感兴趣的正是它的这一世界最响亮的品牌名称。虽然在可口可乐公司的资产负债表上，品牌价值未做任何记录。然而，这家公司所拥有的国际性的利润增长潜力和全球性的有效广告优势却是显而易见，有目共睹的。巴菲特甚至据此断言，这是一个在世界范围内都刀枪不入的品牌。从市场的实际情况来看，这个品牌更是实至名归，可口可乐公司主导着美国的软饮料市场，并且是许多大型快餐连锁店的首选供应商，如麦当劳、温迪、伯格金、比萨店以及许多餐馆。可以说，哪里有麦当劳，哪里就有可口可乐。麦当劳是可口可乐最大的顾客。德尔塔航空公司、大陆航空公司、美国航空公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司以及特兰航空公司都提供可口可乐饮料。

在美国市场独占鳌头的可口可乐，在全球市场上也是风头独劲。可口可乐自动售货机遍布欧洲和美国。就连伯克希尔公司下属的博希姆珠宝店和内布拉斯加州家具公司都有可口可乐自动售货机。而可口可乐公司70%的销售额和80%的利润都来自遍布海外的分支机构。

(4) 高度集中于核心业务。

《商业周刊》用下面这段文字高度赞扬了可口可乐公司在运用债务上的高超技巧：可口可乐公司充分展示了如何像演奏乐器一样运用财务杠杆。在1986年，一度反对借债的可口可乐公司借了25亿美元买下一家瓶装厂。然后，它把这个瓶装部门51%的股份出售给社会公众。可口可乐公司将这笔收购债务转移至这个新部门的资产负债表，通过销售收入抵还债款。结果是：可口可乐公司获得了一家资产为39亿美元的公司49%的股份。并且通过合并一些独立的瓶装厂获得了更为强大的市场营销力量。

(5) 无可争议的产业领导地位。

可口可乐占有了全球软饮料行业一半以上的市场份额。如今，可口可乐公司每天向全世界60亿人出售10亿罐的可口可乐。

巴菲特在《财富》杂志上把可口可乐评价为世界上最好的大公司："它以合理的价格销售，受到普遍的欢迎，其消费量几乎每年在每一个国家中都在不断增长。没有任何其他产品能够像它那样受欢迎……如果你给我1 000亿美元用以交换可口可乐的股票，我们把钱还给你，并对你说，这不可能。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(6) 拥有持久的竞争优势。

巴菲特在伯克希尔年报中对可口可乐的持续竞争优势表示惊叹：“我实在忍不住要再次引用1938年《财富》杂志中的故事：‘很难找到一家能与可口可乐的规模相匹敌的公司，也很难找到一家公司像可口可乐那样10年来只销售一种固定不变的产品’。尽管60多年来可口可乐公司的产品种类有所扩大，但这句话仍然非常贴切……就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何电脑公司或是通信公司小得多。”

(7) 出众的价值创造能力。

巴菲特在1988年首次买入可口可乐股票时，公司股票的市盈率为15倍，股价与每股现金流比率为12倍，分别比市场平均水平高出30%和50%。巴菲特以5倍于股票账面价值的价格买入。

1988年可口可乐公司的股东收益为8.28亿美元，美国30年国债的到期收益率为9%左右。如果用9%去贴现，那么可口可乐公司的内在价值为92亿美元。但巴菲特购买可口可乐公司股票时，它的市场价值已经达到148亿美元，这说明巴菲特对可口可乐公司的出价可能过高，但他看好的是可口可乐公司非凡的前景。

巴菲特用巨资买入可口可乐公司股票后，在当年的伯克希尔年报中解释到：“1988年我们大笔买进联邦家庭贷款抵押公司与可口可乐公司的股票，我们准备长期持有。事实上当我们持有杰出经理人管理的优秀企业的股票时，我们最喜欢的持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有期限是永远。许多投资人在公司表现良好时急着想要卖出股票以兑现盈利，却紧紧抱着那些业绩令人失望的公司股票不放手，我们的做法与他们恰恰相反……我们继续将投资集中在很少几家我们能够完全了解的公司上。只有很少的公司是我们非常确信值得长期投资的。因此，当我们找到这样的公司时，我们就想持有相当大的份额。我们一致认为，好东西当然是多多益善的。"

(8) 买入价格有很高的安全边际。

由于边际利润很大，可口可乐在日本赚的钱比在美国赚的钱还要多。可口可乐公司把 76 万台售货机安装在日本各个市场，使得可口可乐公司软饮料的市场占有率为 30%。可口可乐公司的乔治亚牌罐装咖啡也在日本畅销。

可口可乐公司 1989 年的年度报告是这样说的："我们的国际机遇是显而易见的。随着市场开发，会有越来越多的人喝软饮料。这只是个时间问题而已，我们开发市场的时间也在渐渐缩短。"

1988 年 6 月，可口可乐公司股票市值约为 40 亿美元，巴菲特在 1988 年分批买入 2 335 万股，平均买入价格为每股 43.81 美元左右，总成本为 10.23 亿美元。1994 年略有增持达到 1 亿股，总买入成本达到 12.99 亿美元。

巴菲特买入时可口可乐股票总市值为 148 亿美元，计算其价值约为 207 亿~488 亿美元。即使按估值区间下限计算，巴菲特买入价格的安全边际也有 28.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



独一无二的吉列

巴菲特曾表示：可口可乐与吉列公司可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年它们的获利还会以惊人的速度增长。无庸置疑，对巴菲特来说，吉列同样也是一家能够强有力地“屏蔽”对手的企业。

1989年7月，巴菲特以6亿美元投资于吉列公司的优先股，后来这些优先股被转换为普通股，使得伯克希尔公司持有吉列公司11%的股份。巴菲特说：“吉列就是成功和国际化消费品市场的同义词，它正是我们进行长期投资的最佳选择。”

巴菲特在伯克希尔1989年年报中对当年投资吉列进行说明时指出，投资该公司的最主要原因是吉列拥有一个显而易见的核心业务：“吉列公司的业务正是我们所喜爱的那种类型，查理跟我都熟悉这个产业的状况，因此我们相信可以对这家公司的未来进行合理的预测。如果你还没有试过吉列新推出的感应刀片，赶紧去买一个来试试！

当你躺在床上，仅仅想到在你睡觉时有大约25亿男人的毛发仍在生长这一点，你就会有非常舒服的感觉。在吉列工作的人不会有睡眠问题。”

吉列公司总裁金·吉列曾经说：“对于个人用品来说，世界上还没有什么东西能够像吉列刀片这样，得到如此广泛的认同和使用。我不仅能够在挪威最北部的城市看到吉列刀片，即使在撒哈拉沙漠深处的城镇也可以找到它的踪影。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特之所以认为吉列公司是一个独一无二的典型企业是有着充分的理由的："世界上每年剃须刀片消费量为2000万至2100万片左右。其中30%是吉列生产的，吉列在全球刀片销售额中占了60%。吉列在斯堪的纳维亚和墨西哥等国家和地区占有90%的市场份额。

"剃须刀是日常生活中必不可少的消费品，而且吉列公司一直致力于开发更好的剃须刀，它有很高的市场占有量……要知道男人每天都要剃须，我希望你也是天天如此，每年只要20美元，你就可以享受到非常舒服的剃须体验。现在男人们有了这样的体验后，就很难会转向吉列以外的其他品牌了。"

巴菲特于1990年4月1日将吉列公司可转换优先股转换为普通股后，他在伯克希尔公司年报中再次对吉列的产品大加赞扬："《福布斯》杂志在封面故事中对吉列公司大加赞扬，文章主题非常简单——这家公司在剃须刀产业的成功，不是由于其超级的行销能力(虽然他们一再展示出这方面的能力)，而是来自于他们对于品质的无限追求，这种专注使得他们持续不断地全力以赴推出更新更好的产品，尽管其现有产品已经是市场上的经典。"

1990年吉列公司推出了一款革命性的产品"感应剃须刀"，这个世界上第一种可以根据人的面部特征自动感应和调节的剃须刀获得了巨大的成功。1990年底吉列感应刀架和刀片占据了美国市场9%的份额，1991年底则超过了15%。目前吉列液体剃须产品系列占据美国同类产品市场的68%。此外，吉列公司还占据女性剃毛产品市场的70%。

即便有着很明显的市场领先优势，吉列公司的高层管理者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还会时时对竞争状况进行分析，以确保公司在市场中的统治地位。为了做到这一点，在南波士顿的一家吉列公司工厂中，每天都有 200 名男士洗澡剃须，对公司产品进行实验，对公司即将推出的新产品进行评价。

在谈到吉列公司 1996 年进军前苏联市场的时候，公司管理层曾经对股东们说："我们在前苏联设计的项目所具有的潜力在很多方面都是令人鼓舞的。首先，这个巨大的市场拥有无限的发展空间，我们估计每年可以创造大约 20 亿片刀片的需求量。目前，前苏联每年进口大约 10 亿片刀片。2003 年，我们可以通过公司建在海外 7 个国家——阿根廷、巴西、哥伦比亚、埃及、印度、墨西哥和摩洛哥的生产工厂向前苏联供应近 500 万片刀片。"

吉列公司几十年来无可争议地作为全球最著名的剃须产品品牌，其价值随着经济全球一体化的国际市场的迅速扩张而不断增加。持续不断的产品创新和市场研发能力是吉列保持旺盛生命力的坚强后盾。在过去的 10 年里，吉列公司至少 40%的销售额来自于过去 5 年内开发的产品。1999 年，吉列开发了欧乐 B 活动牙刷；2001 年，吉列公司仍然有近 30 种产品同时处于不同的开发阶段。

非常注重技术开发的泽恩说："好产品来自市场调研，伟大的产品同样来自市场调研。伟大的产品诞生于研发，而让世界震惊的产品则是市场的需求和实验的共同产物。"

前面提到过，巴菲特是 1989 年投资于吉列公司可转换优先股的，1991 年转换为普通股。在巴菲特投资前 10 年的时间里，销售收入从 19.85 亿美元增长到 35.81 亿美元，增长了 80%，年均增长 7%。净收益从 1.1 亿美元增长到 2.69 亿美元，增长了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

142%，年均增长10%。作为一个全球性生产个人卫生护理产品的跨国公司，吉列公司70%的销售收益和利润来自海外市场。

1990年底，吉列公司的股东收益为2.75亿美元。1987—1990年，股东收益以每年16%的速度增长。尽管不能根据如此短的历史数据来判断公司长期增长趋势，但巴菲特认为吉列公司与可口可乐一样，是一个经济特许权企业。

和可口可乐一样，巴菲特判断吉列公司未来的收入增长率将超过贴现率。假设在巴菲特买入后的10年内，吉列公司销售收入以年均15%的速度增长，10年以后再以较低的5%的速度增长，那么以9%的贴现率计算吉列公司的内在价值大约为160亿美元。如果将其未来10年的增长率下调到12%，吉列公司的内在价值大约为126亿美元；如果将其未来10年的增长率下调到10%，吉列公司的内在价值大约为108亿美元。即使将其未来10年的增长率下调到7%，吉列公司的内在价值大约仍为85亿美元。

从投资吉列的收益分析上来看，2003年底巴菲特持有吉列的股票市值为35.26亿美元。也就是说，巴菲特当初投资的6亿美元在14年间盈利了29.26亿美元，增长了4.87倍。

从巴菲特买入吉列股票的安全边际来讲，巴菲特在1991行使转换权将吉列可转换优先股转换为普通股时，吉列公司股票总市值为80.3亿美元。把吉列公司市值与前面计算的吉列公司股票内在价值相比较，可以发现巴菲特将吉列可转换优先股转换为普通股时享有很大的安全边际：假设在巴菲特买入后的未来10年内，吉列公司的销售收入以年均15%的速度增长，吉列公司的内在价值大约为160亿美元。与吉列公司股票总市值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



80.3亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为50%。

如果将1990年以后未来10年的增长率下降到12%，吉列公司的内在价值大约为108亿美元。与吉列公司股票总市值80.3亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为20%；如果将1990年以后未来10年的增长率下调到7%，吉列公司的内在价值大约为85亿美元。与吉列公司股票总市值80.3亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为6%。

事实上，吉列公司1997年的销售收入从1990年的54亿美元增长到了100亿美元，几乎增长了一倍，年均增长率近30%，年复合增长率超过10%。巴菲特1989年以6亿美元投资吉列公司股票，到1997年增值为48亿美元，涨幅为8倍。这种惊人的投资收益率的一个重要原因是他购买吉列股票的巨大安全边际。

我们如果从集中投资的规模来分析的话，会发现1991年底，巴菲特将吉列公司可转换优先股转换为普通股后，其股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占14.9%，居第3位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素⑤

集中投资最看好的股票

绝大多数价值投资者天性保守，但巴菲特不是。他投资股市的620亿美元集中在45只股票上。

他的投资战略甚至比这个数字更激进。在他的投资组合中，前10只股票占了投资总量的90%。晨星公司的高级股票分析师贾斯廷·富勒说：“这符合巴菲特的投资理念。不要犹豫不定，为什么不把钱投资到你最看好的对象上呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“少”即是“多”

巴菲特把投资股市的620亿美元集中在45只股票上，而他的投资战略甚至比这个数字更激进。在他的投资组合中，前10只股票占了投资总量的90%。美国晨星公司的高级股票分析师贾斯廷·富勒说：“这符合巴菲特的投资理念。不要犹豫不定，为什么不把钱投资到你最看好的对象上呢？”

巴菲特认为，只要投资者确信找到了自己最了解、风险最小、最优秀的公司，尽可以做大胆的决策：“如果你是一位学有专长的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现5到10家具有长期竞争优势且股票价格合理的公司。传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。”

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报中写道：“价值型投资并不复杂，当然它也并不是一件很容易的事，投资人真正需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具备的是能够对所选择的企业进行正确评估的能力……显然，每一位投资者都会犯错误，但是通过将自己的投资范围限制在少数几个易于理解的公司中，一个聪明的、有知识的、勤奋的投资者就能够以有效实用的精确程度判断投资风险。"

对上述观点，巴菲特补充说："必须集中投资于你所看好的对象上，即业务简单且稳定、未来现金流能够可靠地被预测的优秀企业。

"……只拥有很小部分钻石的"希望之星"（世界上最大的深蓝色钻石，重达45.5克拉），也远远胜过100%人造的莱茵石。谁都会很容易地看出来我们拥有的公司的确是罕见的珍贵宝石。最幸运的是，尽管我们受限于只能拥有这类优秀企业的少数股份，但却相应拥有了一个不断增长的投资组合。

"你的目标应当是以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的部分股权。在相当长的时间里，你会发现仅仅有几家公司符合这些标准，所以一旦你看到一家公司符合以上标准，你就应当大量投资。"

巴菲特的投资业绩之所以能够远远超过市场平均水平，很大程度上取决于上述投资理念。而他的这些理念的确立与发展，离不开费雪等人的影响。其中，费雪的投资方法是建立在一套与众不同但极具洞察力的概念基础之上的，那就是：少即是多。

受其影响，巴菲特将自己投资的股票数目限制在10只左右。事实上巴菲特投资的股票数目平均只有5只左右，但占投资总量的91.54%。

无论是费雪，还是巴菲特，他们在对集中投资与拉网式投资的比较研究中，都取得了这样一个共识：集中投资的收益更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高，风险却更小。

“拉网式投资是针对无知的一种保护。对于那些知道他们正在做什么的人，这种投资方式毫无意义。” 巴菲特在解释拉网式投资时，引用了比利·罗斯的话：“如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚……我不能同时投资50或70种企业，那是诺亚方舟式的老式投资法，你最后会像是开了一家动物园。我喜欢把大量的资金投资于自己最看好的几家企业上。

“……只要能够顺利实施，运用集中投资策略的投资者往往会发现，少数几家公司的股票将会占据他投资组合的很大比重。这些投资者的投资回报类似于一个人买下一群极具潜力的大学明星篮球队员的未来权益，其中有一小部分的球员可能可以进到NBA打球，那么投资人从他们身上获取的收益很快将会在所有球员收入总和中占有绝大部分的比重。要是有人仅仅因为最成功的股票投资在组合中所占比重太大，就建议他出售那部分最成功的投资，这好像是有人因为迈克尔·乔丹对球队来说实在是太重要，而建议公牛队把乔丹卖出一样愚蠢。”

巴菲特承认，采用集中投资方式的确会不时地在某些年度遭受重大损失，但在长期内的总投资回报率却远远超过市场平均水平。而拉网式投资方法是不可能取得这么好的总收益的。而且，由于大多数投资者根据现代投资组合理论往往更倾向于选择拉网式投资策略，这就使得集中投资者更加具有一定的竞争优势。正如巴菲特所说：“我们宁愿要波浪起伏的15%的回报率，也不要四平八稳的12%的回报率。”

在巴菲特等人看来，集中投资既能降低风险又能提高回报，业绩波动大些又何妨？许多价值投资大师出众的投资业绩以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量实证研究都表明，集中投资可以持续战胜市场。

许多采用持续竞争优势的价值投资者在长达十几年的时间内，尽管其投资回报率的波动性远远超过市场平均水平，但其长期平均年投资回报率也远远超过了市场平均水平。

对巴菲特集中投资理念影响至深的另一位大人物是著名宏观经济学家凯恩斯，他在1919年说服受托管人成立了切斯特基金之后，他一直是该基金的唯一负责人。在给合伙人的信中，凯恩斯指出："随着投资年限的增长，我越来越坚信，正确的投资方法是将大笔资金投入到最看好的投资对象上，即我们认为自己非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中；而投资人将资金拉网式地投资到他几乎一无所知并且没有任何理由予以特别信任的企业中，并认为据此可以限制风险的看法是完全错误的……一个人的知识和经验绝对是有限的，因此在任何给定的期限里，我个人认为有资格将我全部的信心置于其中的企业数量，很少会有超过二或三家以上。"

凯恩斯的投资策略使他的基金在18年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为29.2%，相当于英国股市波动率的2.8倍，但其18年中年平均回报率为13.2%，而英国股市年平均回报率只有-0.5%。

与凯恩斯观点相同的查理·芒格，在管理其合伙公司时也把大量资金投资于少数几只证券上，其投资波动率非常巨大，成绩是14年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为33%，接近于同期道琼斯工业平均指数波动率的2倍；年平均回报率为24.3%，相当于道琼斯工业平均指数年平均回报率的4倍。

有趣的是，比尔·罗纳管理的红杉基金也采用与上面两位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资家相同的策略：高度集中投资，每年平均拥有6~10家公司股票，这些股票约占总投资的90%以上，其投资波动率为20.6%，高于同期标准普尔500指数波动率约4个百分点。但其14年中年平均回报率为19.6%，超过标准普尔500指数年平均回报率的20%。

而巴菲特领导的伯克希尔公司在过去40多年中，每股净值由19美元成长到现在的10 800美元，年复合成长率约为23.5%。由于伯克希尔公司以上收益中包括了股票投资、债券投资和企业并购等，并不能直接反映巴菲特股票投资的真实收益水平。所以有专家在1999年专门对伯克希尔公司1988年—1997年10年间年报中披露的主要股票投资情况进行了分析，结论如下。



伯克希尔公司主要股票投资平均年收益率为29.4%，比同期标准普尔500指数平均年收益率高出5.5%。如果巴菲特没有把大部分资金集中在可口可乐等几只股票上，而是将资金平均分配在每只股票上，那么同等加权平均收益率将为27.0%，比集中投资29.4%的收益率要降低2.4%。

如果巴菲特不进行集中投资，而采用流行的拉网式投资策略，持有包括50种股票在内的多元化股票组合，假设伯克希尔持有的每一种股票均占2%权重，那么分散投资的加权收益率仅有20.1%，略微超过标准普尔500指数1.2%。

可见，在获胜概率最大的股票集中投入最多的资金，是巴菲特40多年来以很大的优势战胜市场的主要原因。

巴菲特之所以采用集中投资策略，还在于他对风险的定义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全不同：**风险是指价值损失的可能性而不是价格的相对波动性**。巴菲特在伯克希尔公司年报中，对集中投资与拉网式投资的风险程度进行了比较分析。揭示了他持续战胜市场的秘诀：集中投资于你非常看好的优秀公司，相对以拉网式的策略投资于你不太了解的一般公司来说，风险更小。

“我们采取的战略是防止我们陷入标准的拉网式投资的教条。许多学者、专家可能会发表高论说，这种集中投资策略一定比更加流行的拉网式投资战略的风险大。但我们相信，这种集中投资策略使投资者在买入股票前既要进一步提高考察公司经营状况时的审慎程度，又要进一步提高对公司经济特征的满意程度的要求标准，反而更可能降低投资风险。”

现代资本市场理论中对风险的标准定义是股价的相对波动性，巴菲特对此定义不屑一顾：“在阐明我的观点时，我采用字典上的词条解释将**风险定义为‘损失或损害的可能性’**。然而，学究们喜欢另行定义投资‘风险’，断言它是股票或股票投资组合的相对波动性，即组合波动性与股票市场中所有股票的整体波动性的比较。利用数据库和统计技术，这些学究们精确计算出了每只股票的贝塔值——该股票市场价格的历史相对波动性。然后根据这些计算结果建立晦涩难懂的投资和资本配置理论。但是，在他们渴望用单一的统计来衡量风险时，他们忘记了一条基本的原则：**模糊的正确胜过精确的错误**。

“对于公司所有者来说，这种对风险的学术定义远远偏离了实际，而且偏离得非常荒谬。比如在贝塔理论下，一只相对于市场暴跌的股票，比如1973年我们买进的《华盛顿邮报》的股票走势，在低价位时相对于在高价位时‘更有风险’。那么，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种判断对那些有机会以大大降低的价格、低成本收购整个公司的人来说，有什么意义呢？

“实际上，职业投资者喜爱市场的波动性。本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》对此作了解释。他给我们介绍了一个非常热心肠的家伙‘市场先生’。他整天在你面前出现，只要你愿意，他就会从你那里买入或者卖给你任何一只股票。这个家伙越狂躁或越抑郁，投资者赚钱的机会就越大。”

那么，如何衡量真正的风险呢？巴菲特说：“根据我们的看法，投资者必须确定的真正风险是他从投资 (包括他的出售所得) 中得到的总的税后收入，在整个预计的持有期内，是否可以至少给他带来与原来相当的购买力，加上原始投资的适当利息。

巴菲特认为，在某些情况下，风险可以用一定程度的有效准确性来估算。与这种估算相关联的主要因素是：



(1) 可以评估的企业长期经济特性的确定性；

(2) 可以评估的企业管理层能力的确定性，包括他们实现公司所有潜能的能力以及明智地使用现金流的能力；

(3) 管理层值得信赖地能将回报从企业导向股东的确定性；

(4) 公司的收购价格；

(5) 未来税率和通货膨胀率，二者将决定投资者取得的总体投资回报的实际购买力水平。

“这些因素很可能会把许多分析师搞得晕头转向，因为他们不可能从任何一种数据库中得到以上风险因素的评估。但是虽然精确量化这些因素非常困难，可我们决不能就因此否定它们的重要性，也决不能因此认为这些困难是不可克服的，正如大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法官不可能使淫秽文字的检验标准化，但他仍然断言：我一看便知。投资者同样能够做到这一点，通过一种不精确但行之有效的方法，不必参考复杂的数学公式或者股票价格历史走势，也一样能够确定某个投资中的内在风险。

“在评估风险的时候，贝塔值根本不考虑公司生产什么产品、公司的竞争对手有什么举动、或者这家公司使用的贷款是多少等等一切背景材料。它甚至不想知道公司的名字。唯一重视的是公司股票价格的历史走势。相反，很高兴我们根本不想知道公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找那些可以使我们进一步了解公司业务的所有信息。

“就长期而言，可口可乐与吉列所面临的风险，要比任何电脑公司或是通讯公司小得多。即使对于一个非常肤浅的观察者来说，可口可乐和吉列公司的强大竞争力也是显而易见的。然而这两家公司股票的贝塔值却与其他略有甚至根本没有竞争优势的众多普通公司基本相似。难道仅凭这一点，我们就可以简单粗暴地得出结论说，可口可乐和吉列公司的竞争力在衡量公司风险中毫无用途吗？或者，我们可以说，拥有公司的一部分股票的风险从某种意义上与该公司经营中内在的长期风险毫无关系吗？很显然，这两种结论都是无稽之谈，而且将贝塔值与投资风险等同起来的论调也同样不可理喻。”

为了最大限度地降低投资风险，巴菲特一直奉行“少而精”的选股原则。在他看来，如果投资者手里握着几十只股票，他不可能将每一只股票都了解得透彻，而这是非常危险的。正如凯恩斯所言：“那种通过撒大网来降低投资风险的想法是错误的。就我本人而言，在某一个特定的时间段里，能够有信心投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资的企业也不过二、三家。”凯恩斯的这番见解，向我们传达出了这样一种信息：即在个人有限的知识与经验之下，与其多而广地选股，不如选择少数几只你了解并对它们十分有信心的股票。凯恩斯的理论对巴菲特可谓是影响深远，使他对少而精的选股策略深信不疑。

此外，费雪也曾说过：**“我知道我对公司越了解，我的收益就越好**。许多投资者，甚至包括那些专业的投资咨询家，他们从未意识到，购买那些自己根本不了解的公司的股票比你没有搞多元化的投资要危险得多。”费雪一生都坚持自己的这种思想，他在晚年曾表达过大致相同的见解：“最优秀的股票是非常难以寻觅的，如果这是容易的事，岂不是人人都可以轻松就拥有它们？但我知道我的目标是寻找最好的股票，不然我就宁愿不买。”



不论是凯恩斯还是费雪，他们都向我们传达了同样的信息，**即少意味着多**。巴菲特非常善于从这些伟大的投资家身上汲取营养并灵活运用。从进入投资界开始，他便坚持少而精、宁缺勿滥的选股原则，也正因如此，才成就了他今天的投资奇迹。

你要持有哪只股票

在巴菲特的投资组合中，每只股票的资金分配比例差别很大，有些股票投资规模非常巨大。由于大规模集中投资的股票数目很少，所以集中投资的关键在于盈利概率估计，否则一旦判断失误则很容易造成巨大的亏损。巴菲特充分认识到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点，他投资的前提是寻找到了这只股票盈利概率估计的确定性。

“只要找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无所谓了。**承受重大风险的根本原因是：你事先没有考虑好确定性**。但是，以仅相当于证券内在价值的一部分的价格来买入证券并非是冒风险。”

巴菲特和芒格把投资成功的秘诀归纳为“集中投资于成功概率最大的股票……人类并没有被赋予随时随地感知一切的天赋。如果人类努力去感知，通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。而当成功概率很高时他们会下大赌注，而其余的时间他们则按兵不动”。

投资成功的概率其实也就等同于对所投资企业进行价值评估的准确概率，而估值的准确性又取决于对企业未来长期的持续竞争优势进行预测的准确概率。这是一种非常主观的预测，在这种主观预测的基础上进一步估算企业的内在价值。这也是为什么巴菲特说：“价值评估，既是科学又是艺术。”

集中投资的原则是集中投资于少数优秀企业。那么如何估计成功的概率呢？巴菲特采用的方法是：“用亏损的概率乘以可能亏损的数量，再用盈利概率乘以可以盈利的数量，最后用后者减去前者。”

这些概率估计与数学中的概率计算有很大的不同。传统的概率估计以大量的统计数据为基础，根据大量重复性试验中事件发生的频率进行概率计算。但是现实中的企业面对的永远是与过去不同的竞争环境和竞争对手，竞争环境、竞争对手以及竞争对手的竞争手段、甚至企业自身都在不断的变动之中。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以根本无法计算企业竞争成功的频率，也无法运用传统的统计概率来估计其成功的概率。

那么，如何判断我们集中投资的成败概率呢？巴菲特的桥牌决策模式和芒格的格栅决策模式或许能给我们某些启示。

“价值估计不准确，在确定买入价格时的安全边际也不准确，投资盈利的概率就会大大降低。在概率较低的情况下进行集中投资可能会给投资人带来很大的亏损。”

从某种程度而言，巴菲特判断股票投资成败概率的技巧来自于桥牌。他一星期大约打 12 小时的桥牌。巴菲特认为打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处：“这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔 10 分钟，你就得重新审视一下局势……在股票市场上做决策不是基于市场上的局势，而是基于你认为理性的事情上……桥牌就好像是在权衡赢得或损失的概率，你每时每刻都在做着这种计算。打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息。接下来，随着事态的发展，在原有信息的基础上不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据你所拥有的信息，你认为自己有成功的机会就去做。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或做事方法。”

从巴菲特打桥牌的风格，人们不难了解他的股票投资策略。也许伟大的桥牌选手与伟大的证券分析师，都具有非常敏锐的直觉和判断能力，他们都是在计算着成败的概率。他们基于一些无形的、难以捉摸的因素做出决策。

再让我们来看看芒格的格栅决策模式。他在 1993 年某大学的演讲主题是“选股是处世艺术的一个分支”。他对他的学生们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说："你要努力学习，掌握更多股票市场、金融学、经济学的知识。但同时要学会把这些不同方面的知识联系起来，要把它们看成包含了心理学、工程学、数学、物理学的知识宝库的一部分。用这样宽广的视角就会发现，每一学科之间都相互交叉，并因此各自得以加强。一个喜欢思考的人能够从每个学科中总结出其独特的思维模式，并会将其联想结合，从而达到融会贯通。那些养成这样思考习惯的人，在为人处世方面非常成功；不具备坚实的心理素质的人在股市上或其他方面的成功只能是一时的运气。"

为了让他的观点更容易被学生们接受，芒格用了一个非常生动形象的比喻来说明不同学科的不同思维方式是如何相互作用的：格栅模型。他说："你的头脑中已经有了许多思维方式，你得按自己直接和间接的经验将其安置在格栅模型中。"

后来，芒格在斯坦福大学的演讲中再次讲述了投资决策中的格栅理论，基本论点是：真正的、永远的成功属于那些首先努力建立思维模式格栅，然后学会以善于联系、多学科并用的方式思考的人们。他提醒人们，特别是对于那些受过长期的专业化教育，只能用单一的模式进行思考的人们。一旦这些思维模式格栅深植于你的大脑中，你就拥有了解决任何问题的百宝囊。你就能够掌握解决整个问题的方法。你所需要做的只是理解它，养成正确的思考习惯。

芒格总结到：**"人们应该在即将发生的事情上下注，而不是在应该发生的事情上下注。**你需要去努力寻找价格错位的赌注。然后用多种原则去衡量一下，如果你是处于有利地位，那就表示它已经是一流的股票。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



芒格告诉我们，将不同学科的思维模式联系起来建立起融会贯通的格栅，是投资成功的最佳决策模式。用不同学科的思维模式思考同一个投资问题，如果能得出相同的结论，这样的投资决策更正确。可以说，懂得越多，理解越深，投资者就越聪明智慧。

芒格在漫长的投资生涯中，学习并总结了各种各样的非常简单的普遍性原理。这也是他投资思维格栅的重要组成部分。

(1) 通常意义上，最好先决定那些最不费脑筋的事情来使问题简单化。

(2) 模仿伽利略的结论。

他认为任何符合科学规律的事实，经常只能通过数学来揭示，这就好像在说数学是上帝的语言一样。伽利略的这种看法在当今纷繁复杂的现实生活中仍然很有效。如果我们中大多数人的生活中没有对数学的应用，那么他就像是在‘踢屁股’游戏中的一个独腿人一样。

(3) 思考问题仅仅想到将来是不够的。

你必须同时运用逆向思维。否则，你就有些像那些只想知道自己将来会死在哪里，就坚决不去那个地方的傻瓜了。事实上，很多问题不能仅以未来作为标准来加以解决。这恰恰应验了伟大的数学家卡尔·雅各布经常说的一句话：运用逆向思维，要经常反向思考问题。这便是为什么古希腊哲学家毕达哥拉斯运用反证法来证明2的平方根是无理数的原因了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(4) 最好而又最实用的智慧，就是大学里讲授的那些最基本的理论。

但是，一个相当重要的条件是：你必须以一种多学科的方式进行思考。你必须运用那些在大学的各学科基础课程中简单易学的概念。当你掌握了这些基本的概念，你就可以解决任何问题。因为大学以及许多商业性机构划分成界限分明的不同学科和不同部门而有其局限性。取而代之的是，必须按照本·富兰克林的建议：‘如果你希望完成它，就行动吧！’如果这不是被迫的话，你要使用多学科的思维方法。

(5) 往往只有许多种因素的组合才能产生巨大的效应。

打个比方，治疗结核病的药方正是将三种不同的药物按比例混合而成，尽管这三种药物早已存在，但将它们组合在一起治疗结核病的药方却经过很长一段时间才被发现。

巴菲特认为："在股票投资中，我们期望每笔投资能够有理想的回报，因为我们将资金集中投资在少数几家财务稳健、具有强大竞争优势并由能力非凡、诚实可信的经理人所管理的公司股票上。如果我们以合理的价格买进这类公司的股票，投资损失发生的概率通常非常小，在我们管理伯克希尔公司股票投资的 40 多年间，股票投资获利与投资亏损的比例大约为 100：1。"

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年的年报中重申道："我们坚信，计算机模型预测的精确性也不过是臆断和毫无根据的猜测。事实上，这种模型很有可能会诱使决策者做出完全错误的决定。在保险和投资领域，我们曾经目睹过很多类似原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因造成的灾难性结果。所谓的‘组合保险’在1987年市场崩溃期间带来的破坏性结果，让一些笃信计算机预测的人们大跌眼镜，到那时为止，他们才真正意识到，真应该把这些计算机扔到窗外。”

选择回报率高的公司

“我是个比较好的投资者，因为我是个商人。我是个比较好的商人，因为我是个投资者。”其实，巴菲特与其他投资者唯一的不同之处，在于他能从成千上万只股票中找到几只投资回报率高于一般水平的企业，而其他人则做不到这一点。

投资领域充满了变化莫测与刺激、挑战。如何从那些令人眼花缭乱的数字与信息中找到真正能给你带来收获的股票，是所有投资者最为关心的问题。虽然巴菲特一再声称自己的投资毫无秘密可言，但人们只会将他的说法当成是自谦之辞。事实上，巴菲特的投资策略的确没有什么秘密可言。

巴菲特认为，每只股票的背后，都有其所代表的企业、管理者、产品与市场，所以投资者决不能在毫不了解股票所代表的企业的情况下就匆忙做出决定。这样做的结果极其危险。“在对某个股票做出评估前，一定得首先了解这家企业。”

在购买任何股票前，投资者都应当对它所代表的企业进行相当的了解。这家企业的运作模式是否简单易懂？是否具有持之以恒的运作历史？是否拥有良好的长期前景？这些问题都是我们应当认真考虑的对象。这是因为上市的企业多如牛毛，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正出色的企业绝对只是少数。

巴菲特说："投资者应该对企业的过去、现状及未来的发展具有全面的了解，只有这样才能尽可能减少犯错误的可能。如果你准备买入 IBM 的股票，你至少也应该知道这家企业的发展经历了几个重要的时期，它们刚开始是生产计算机打孔卡片，然后是磁带，接下来进入了计算机领域。虽然它们在大型计算机方面一直处在先进的地位，可在个人计算机方面也一度被对手超过……唯有了解企业的历史，才有助于你对企业的未来发展做出更为客观的评价。

"对于专业财务人员做出的报告，普通投资者往往心存畏惧，面对各种庞杂的信息，他们不知该从何下手。不管这些报告写得多么复杂，你需要特别注意的一点就是企业的利润必须是现金利润，这一点是很容易做到的。"

另外，巴菲特认为：企业的经营者必须是精明的团队，唯其如此才能达到管理的目的。而且，企业需要通过制度来保证其安全有效地运转。事实上，如果一个企业由天才来经营是非常危险的。任何一个经营者都应该、而且必须想到自己下台 8 年后企业的发展，而那些仅凭意气行事的天才不太可能会这样做。巴菲特还很风趣地给出了这样的建议："你应当投资一家甚至连傻子都可以经营的企业，因为有朝一日，可能会有傻子这么做的。"

与此类似的是，企业所有者的意图是靠企业管理者的经营活动来贯彻的。如果企业经营者违背了股东的意愿，人们很快就会觉察出来。如果这种情况发生，那么对于投资者来说，最好的选择就是离得远远的。巴菲特惯常的作法是，作为一个经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



营者，应当把股东看作是合作者，而不是对手。

巴菲特不喜欢那些看上去只赚不赔的大企业或是似乎很有发展前景的企业，虽然人们普遍认为那些大企业具有巨大的收益增长能力。但在巴菲特看来："只有在对企业的赢利能力非常确知的情况下，我才会行动。不要像得克萨斯器械公司或是宝丽来公司，它们的收益能力仅仅是一种假设而已。"

巴菲特很清楚这样一个事实：企业只要存货少，资产周转率就高。企业必须拥有少量的强制性的资本投资，虽然有不少高成长的企业在它们发展的过程中需要投入大量的资本，但是这对广大的股东来说并非好事，因为高回报是由资产的高速周转而得来的。

为什么这样说呢？因为在巴菲特看来，公司的主要资产和资源如何运用，是所有股东都必须面临的问题。如果股东们不能有效地解决这一问题，至少他们也应该有机会出来表达一下自己的喜好，而由经营者来对这个问题做出决定显然是不可信的。

巴菲特眼中最好的企业，其成长性一定是鹤立鸡群的，而且只需少量的资本投入。这种企业往往有着更大的发展空间。如此看来，巴菲特衡量优秀企业的标准是非常简单的。投资者如果找到了这样的企业，将会使那些看起来很容易让人焦头烂额的投资变得美好起来。

对投资者来说，你所寻找的不光是一只能让你赚钱的股票，同时也是一家真正能让你放心、具有潜质的企业。只要抓住了这些基本要件，你就可以像巴菲特那样"将手插在口袋里，过着一种非常简单的生活"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在概率最高的股票下大赌注

巴菲特是投资界的猎豹，如果猎物尚未进入他的伏击圈，出击的机会尚不成熟，巴菲特往往会像耐心的猎豹一样选择按兵不动，而一旦绝佳机会来临，他会迅速出击并大量投资。巴菲特曾说："对你所做的每笔投资，你都应该有勇气和信心将净资产的10%以上投入此股。"芒格也说过："从玩扑克牌中你就知道，当握有一手对你非常有利的牌时，你必须下大赌注。"

巴菲特购买美国运通公司时，已经开始运用这一法则了。他将自己当时供职的合伙企业的大部分资金投进美国运通，因为当时这家公司的股票由于商业丑闻，股价从65美元下跌到35美元。巴菲特一举将公司资产的40%，共计1 300万美元投在了这只暂时遇到麻烦的优秀股票上。事实证明，巴菲特这次"豪赌"式的举动取得了辉煌的战绩，他从这次交易中总共赚走了2 000万美元。

与此十分相似的另一笔"赌注"是对政府雇员保险公司的投资。

巴菲特最成功的投资之一就是在政府雇员保险公司濒临破产之际大笔买进。在伯克希尔全部收购其股份的前一年，巴菲特用4 500万美元的投资赚了23亿美元，20年间投资增值50倍，平均每年为他赚取1.1亿美元。

巴菲特认为，相对于别的产业，保险行业除了储存客户资料的信息技术不断进步之外，自身很少变化，非常稳定。他说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"这个行业的最明显特征是由于保险产品非常类似，以及过度签发保单而导致产业竞争非常激烈。"

巴菲特在伯克希尔年报中分析了保险业竞争激烈的原因："第一个原因是保险产品非常类似，难以形成差异化的竞争优势。保险公司提供标准化的保单，很容易被其他任何同行模仿。保险公司的唯一产品是提供赔偿的承诺……在美国取得保险业务执照并不困难，所有的费率皆是公开的。商标、专利、位置、公司设立时间长短、数据来源这些方面都无法形成重要的竞争优势，只有很少的顾客差异化能够引发激烈的竞争。但保险业务的特点使管理层个人的影响力对于公司业绩有很大影响。我们非常幸运拥有一群非常能干的管理层。"

巴菲特在伯克希尔年报中指出，保险业高度竞争的第二个原因在于："保险公司总是不惜降低盈利水平以尽可能卖出更多的保单。保险业具有以下不利的经济特征：数以百计的竞争对手、进入壁垒低、无法通过任何有意义的方式进行差异化的竞争，因此这类产业长期发展前景不容乐观。在这种类似日用品的业务中，只有运营成本很低的公司，或是一些具有较强竞争力但通常业务规模相当小的差异化产品，才能保持较高的盈利水平。当产品供给短缺时，即使是日用品业务也会生意兴隆。在保险业曾经有过一段这种供给短缺的好日子，但早已今非昔比。当短缺出现时，大多数经理人便会迫不及待地想要签发更多的保单，这样做的结果却会关掉使现金源源不断流向企业的龙头。"

政府雇员保险公司作为美国第7大汽车保险公司，用直接销售的方式，把汽车保险单直接邮寄给政府雇员等成熟稳重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的驾驶者，大大节省了与保险代理商有关的费用。而大多数保险公司主要通过代理商进行销售，代理费用通常要占保险费的10%~25%。

由于政府雇员保险公司不必向代理商支付佣金而是直接向保险客户销售保险，因此可以降低管理成本，并加强公司竞争力。

政府雇员保险公司几十年来在业内建立了良好的信誉，赢得了大批忠诚的客户。公司最主要的客户是那些安全驾驶的司机，他们通过信件来购买保险，享受公司低成本和高质量的服务，再投保率很高。

尽管通过邮寄直接销售的方式能够显著节省成本，但其他保险公司并不愿放弃已有的代理分销渠道而损害原有的市场份额。因而政府雇员保险公司的独特直接销售方式形成了差异化的竞争优势，同时通过规模的扩大又形成了更大的成本优势。这使该公司成为巴菲特最看好的投资企业。

巴菲特完成对政府雇员保险公司的投资后，在伯克希尔年报中写道："在过去的年报中我们曾谈到购买和经营我们最看好的投资公司的结果常常让人大失所望。政府雇员保险公司却是一个例外，在1976年从濒临破产的边缘东山再起。卓越的管理是公司重整的最重要能量，当年约翰·贝恩一上任就为改善公司提供了大量的动力。当然，即使身陷于财务与经营危机当中，政府雇员保险公司那些曾经使其取得巨大成功的产业竞争优势仍然完好无损。在巨大的汽车保险市场中，大多数公司由于其销售渠道结构限制了灵活经营，政府雇员保险公司却一直将自己定位为一个保持低运营成本的公司。根据其定位进行经营，不但为客户创造非同寻常的价值，同时也为自己赚取了非同寻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常的回报。几十年来，政府雇员保险公司就是这样运作的。”

正如巴菲特所预测的那样，政府雇员保险公司迅速东山再起。1976年约翰·贝恩接任政府雇员保险公司新总裁。他果断地采取降低成本的措施，使公司的盈利能力迅速恢复，他上任仅仅一年后公司就盈利5 860万美元。

1982年以来，政府雇员保险公司的权益资本收益率平均为21.2%，是该行业平均水平的2倍。在1983年—1992年10年内，该公司的平均税前经营利润在行业中一直是最稳定的。由于采用直接销售，公司一直保持着明显的成本优势。在1983年—1992年10年内，公司费用与保险费收入之比平均为15%，是同行业平均水平的一半。该公司的费用和保险费亏损的综合比率明显优于行业平均水平。1977年—1992年，该公司的综合比率为97.1%，而保险业平均水平为107.5%。1980年—1992年的13年间，该公司共创造了17亿美元的利润，给股东派发了2.8亿美元的红利，保留了14亿美元用于再投资。公司股票也从2.96亿美元升值到46亿美元，即公司保留的每1美元为股东创造了3.12美元的市值。



关于收购政府雇员保险公司一事，巴菲特是这样描述他的分析过程的：它没有必要宣布破产，但是它却岌岌可危，那是发生在1976年的事。政府雇员保险公司拥有一个绝好的企业特许经营权，这种特许权并没有因其使用过程中所犯的种种错误而受到破坏。巴菲特觉得这家公司完全有能力度过那段艰难的时期，并重新建立这种特许权的价值。它犯过种种错误。但是，它依然拥有这种特许权。

尽管市场普遍认为政府雇员保险公司破产风险很大，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特仍坚信该公司能够度过难关，走上盈利之路。约翰·贝恩没有让巴菲特失望，在他接任公司总裁后，不断努力使保费收入稳步增加的同时，采取大量降低成本的措施，使公司的盈利能力迅速恢复。

1980 年该公司净利润 6 000 万美元，巴菲特按持股比例应分得 2 000 万美元利润。巴菲特对政府雇员保险公司的发展前景充满信心，对其内在价值的评估进一步提升，他再次大量买入政府雇员保险公司股票。

增持后，他在伯克希尔年报中对政府雇员保险公司的内在价值作了详细的分析："我们非常高兴以几千万美元买入政府雇员保险公司股票。如果是通过谈判的方式买下一家具有一流经济特征和光明前景、每年盈利能力 2 000 万美元的类似企业至少需要 2 亿美元（在一些产业可能需要花费更多）……在管理界并没有更多像约翰·贝恩一样的明星经理人。

"还有什么会比同时拥有约翰·贝恩与政府雇员保险公司更好的投资呢？在这一点上，我们对政府雇员保险公司再满意不过了。非常重要并且非常难以模仿的产业竞争优势，加上在业务经营与资本配置方面拥有高超技巧的、能力非凡的管理层，二者的天作之合使政府雇员保险公司成为投资世界的最佳典范。"

根据有关资料显示，巴菲特在 1980 年大规模投资政府雇员保险公司股票时估值的基本过程是：假设政府雇员保险公司可以不追加任何资本而能持续保持每年 6 000 万美元的利润，按当时 30 年期美国政府债券 12%的到期收益率来贴现，政府雇员保险公司的内在价值是 5 亿美元，几乎是它 1980 年市值的 2 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果公司能以2%的实际增长速度或未扣除通货膨胀影响的15%的速度提高其获利能力，则公司的内在价值将增至6.66亿美元。而巴菲特对于该公司的股票投资的价值相应为2.22亿美元。也就是说，1980年政府雇员保险公司股票的市值还不到其获利能力的一半。

在伯克希尔公司的年度报告中，巴菲特写道："总的说来，我们已获得了一个业绩优秀、规模适度的保险企业。再加上政府雇员保险公司的产品质量会有所提高，业务增长会有所加强，规模也会再扩大一倍。需要进一步阐明的是，我们的核心依旧是保险。"

在致股东们的"股东指南"中，巴菲特写道："……伯克希尔公司已取得了两个低成本、无风险的杠杆资金来源，这两个来源可以让我们安全地拥有更多的资产。同时，我们的保险企业还持有其他资金，因为它在理赔前就收取了保费。这两种资金来源都在迅速增长，目前总资金已达到120亿美元。

"可喜的是，这些到期的资金是没有成本的，延期税金也是没有利息负担的。只要我们在承保业务中达到盈亏平衡，一般而言，29年来我们在这个行业一直都是做这种保险业务，带来保费的保险业务成本就是零。再者，我们应当理解的不是权益，这些都是真正的负债。但是，它们是一些没有契约和期限约束的负债。实际上，它们给我们带来的是负债的好处——一种为我们所用的资产能力，而我们却不承担任何负税。

"当然，我们无法保证在将来可以获得无成本的保费收入。但是，我们感到实现这个目标的机会和其他任何一家保险公司一样。我们不仅在过去实现了这个目标（尽管你们的董事长犯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了很多重大错误)，而且现在通过收购政府雇员保险公司，大大提高了我们实现未来目标的希望。”

在伯克希尔公司的股东年会上，巴菲特说：“从现在起的5年内，我想你们一定会因为我们100%地拥有政府雇员保险公司的事实而感到高兴。”然而在现实中，股东们并未用上5年时间就已经认识到，这家保险公司是伯克希尔最有发展前途的子公司之一。目前，没有任何有关政府雇员保险公司股票的报价，一些人竟完全忘了充分估计它的价值。此时，这家保险公司的价值也许已是巴菲特收购它时所花价钱的2倍(大约46亿美元)。

我们因此可以看出，敢下大赌注并不意味着巴菲特在审慎方面有任何问题。他依然是一个头脑清醒的、以理性著称的投资家。巴菲特说过：“慎重总是有好处的，因为没有谁能一下子就看清楚股市的真正走向。五分钟前还大幅上扬的股票，五分钟后立即狂跌的情况时有发生，你根本无法准确地判断出这个变化的转折点。所以，在进行任何大规模投资之前，必须先试探一下，心里有底后再逐渐加大投资。”可以说，巴菲特式的“投大赌注”是建立在他对行情走势“心里有底”的基础之上。

巨额投资《华盛顿邮报》

集中投资到你最看好的对象上一直是巴菲特屡次运用的策略。在1973年，巴菲特又看上了《华盛顿邮报》公司，并用1 062万美元买入该公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特对哥伦比亚商业学院学生发表演讲时说："如果你问任何一个商业人士，《华盛顿邮报》的财产价值是多少，他也许会告诉你是4亿美元或是类似的一个数字。即使是凌晨两点，你在太平洋的中心拍卖这笔资产，你也不会缺少竞拍的客户，而且他们的出价也不会让你失望。而现在的情况则是，这笔资产正在被一些正直而有能力的企业家所经营着，他们又在其中占有着相当一部分资产份额。因此，这笔资产可以说是绝对安全的。即使是把自己的全部资产投入到其中，我也不会感到担心。"

根据市场经验分析，一家经营良好的报业公司的出售价格大约为公司年销售额的2.5倍。而《华盛顿邮报》公司的内在价值则是巴菲特出价的4倍。巴菲特曾经说过，他之所以愿意以如此之高的价格购买《华盛顿邮报》的原因在于，人们当时对于这个行业还没有什么热情。

巴菲特认为传媒产业的高盈利来自于其取得市场垄断地位的经济特许权："让我们很快地看一下特许权事业与一般事业在特性上的不同，不过请记住，很多公司事实上是介于这两者之间，所以也可以将之形容为弱竞争力的经济特许权企业或是强竞争力的企业。藉由特定的产品或服务，一家公司如果拥有经济特许权，就具有对所提供的产品与服务进行主动提价的能力，从而赚取更高的资本报酬率，更重要的经济特许权比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低经济特许权的获利能力，但是并不会造成致命的伤害……与经济特许权企业不同，一般企业会因为管理不善而倒闭。

"直到最近，传媒产业还拥有经济特许权的三个特点，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此还能够制定侵略性的价格并容忍宽松的管理。不过现在资讯与娱乐的消费者越来越能够享受到更加广泛的渠道选择。另一方面很不幸的是消费者的需求并不会随着供给的增长而同步增长，美国5亿只眼睛，一天24小时就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知，竞争会变得更激烈，市场被进一步分化，传媒产业因而丧失了部分原有的经济特许权能力，尽管还远远不是全部。”

1971年，《华盛顿邮报》公司的股票开始上市，分为A种和B种股票。A种股票股东有权选举公司董事会的主要成员。凯瑟琳·格雷厄姆持有50%的A股，可以有效地控制公司。公司发行了1 354 000股B种股票，B种股票股东只能选举董事会的次要成员。

1971年6月在公司发行B种股票两天后，《华盛顿邮报》顶着巨大的政治压力刊登了五角大楼文件并跟踪报道水门事件，直接导致了尼克松总统的辞职。邮报此举充分表现了作为媒体的独立性，使该报获得了崇高的声誉，确立了该报在业内的领袖地位。在很多年之后的1998年初，《华盛顿邮报》又是第一个报道了美国总统克林顿与白宫实习生莱温斯基的性丑闻事件。

几十年来，《华盛顿邮报》一直在同《星报》的竞争中努力前进。但通过收购《国际先驱论坛报》，邮报已经成为一个非常强大的竞争对手，并且很快超过了《星报》。1981年《星报》不得不被迫停刊。这使得《华盛顿邮报》实际上成为这个世界上最重要的城市之一——美国首都华盛顿的唯一一家处于垄断地位的报纸。每日发行量大约为78.5万份。近几年公司已经在利润和股票市值方面超过了最大的竞争对手《纽约时报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特在1973年买入股票时，《华盛顿邮报》公司的主营业务收入来源包括：50%以上来自《华盛顿邮报》、25%左右来自于《新闻周刊》杂志，其他25%来自于三家电视台和一家广播电台。《华盛顿邮报》公司还拥有《国际先驱论坛报》50%的股份。目前公司下属的《新闻周刊》也是与《时代周刊》并驾齐驱的全球最有影响力的杂志之一。

在整个20世纪80年代，《华盛顿邮报》因为对水门事件的报道而获得普利策奖并在新闻界获得崇高的地位，公司经济收益也大幅度提升。1973年巴菲特买入股票时，《华盛顿邮报》公司的权益资本收益率是15.7%，与当时大多数报纸的平均盈利水平相当，略高于标准普尔工业指数的平均水平。而当时的《华盛顿邮报》作为领头羊在华盛顿市场中占主导地位，拥有整个华盛顿地区发行量的66%。5年后《华盛顿邮报》公司的权益资本收益率增长了1倍，比报业平均水平高出50%。



1974年《华盛顿邮报》公司每1美元的销售收入的营业利润为10美分，而1985年则增长到19美分。同时权益资本收益率也大幅度提升，1988年高达36.3%。

巴菲特指出："在1973年，《华盛顿邮报》公司的总市值为8 000万美元，在那时候你可以将其资产卖给十位买家中的任何一位，价格不会低于4亿美元，甚至还能更高。该公司拥有《华盛顿邮报》、《新闻周刊》以及数家在主要市场区域的电视传媒。当时与其相同的资产价值为20亿美元，因此愿意支付4亿美元的买家并非发疯。"可见巴菲特认为自己是以低于《华盛顿邮报》股票内在价值1/4的价格买入股票的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔1985年年报中回顾投资《华盛顿邮报》时指出："1973年中期，我们以不到企业每股商业价值四分之一的价格，买入了我们现在所持有的《华盛顿邮报》全部股份。其实计算股价/价值比并不需要非同寻常的洞察力。大多数证券分析师、媒体经纪人、媒体行政人员可能都和我们一样估计到《华盛顿邮报》的内在商业价值为4亿至5亿美元，而且每个人每天都能在报纸上看到它的股票市值只有1亿美元。我们的优势更大程度上在于我们的态度：我们已经从本杰明·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入其股票。"

我们用巴菲特的逻辑推理来评估《华盛顿邮报》公司的内在价值。1973年《华盛顿邮报》公司净利润1 330万美元，折旧和摊销370万美元，资本性支出660万美元，计算可知1973年现金流为1 040万美元。

1973年美国政府长期债券利率为6.81%，如果我们假设《华盛顿邮报》公司不再继续增长，1 040万美元的现金流将一直持续下去，则公司内在价值为15 272万美元，相当于巴菲特买入时市值的2倍。由于报纸在其所在的城市内拥有相当的垄断地位，完全可以通过提价的方法来提高盈利，而不用担心失去多年来形成的忠诚客户。如果《华盛顿邮报》公司有能力提高实际价格3个百分点，则该公司股票的内在价值将接近3.5亿美元。如果公司税前经营利润率从当时的10%提高15%，该公司股票的内在价值将增加1.35亿美元，那么总价值将达到4.85亿美元。当时，《华盛顿邮报》作为领头报纸在华盛顿市场中占主导地位，拥有整个华盛顿发行量的66%，但其利润率

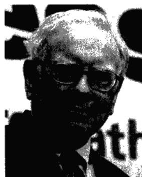
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



却只有10%。巴菲特发现其利润率历史平均水平为15%，他深信其盈利能力将会有巨大的提高。事实上，在巴菲特的董事会任期中，公司几乎没有任何大的扩张行为，98%的利润依旧来自于《华盛顿邮报》、《新闻周刊》以及4个电视台。唯一显著的变化是它的盈利能力得到了改观。当时人们普遍认为，即使永远不追加资本，一流的媒体公司收益也能够达到5%~6%的增长速度，这就意味着传媒公司的收益是无风险的现金流。

事实证明，巴菲特把资金集中投资到他最看好的对象上，是非常正确的。他用1 062万美元买入《华盛顿邮报》公司的股票，到2003年底市值增加到13.67亿美元，30年的投资利润为12.80亿美元，投资收益率高达128倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要素❻

一定要有足够的耐心

B A F E I T E J I N G D I A N T O U Z I 6 Y A O S U

如果你总是在股市里换手，那么可能错失良机。巴菲特的原则是：不要频频换手，直到有好的投资对象才出手。

巴菲特常引用传奇棒球击球手特德·威廉斯的话：“要做一个好的击球手，你必须有好球可打。”如果没有好的投资对象，那么他宁可持有现金。据晨星公司统计，现金在伯克希尔·哈撒韦公司的投资配比中占18%以上，而大多数基金公司只有4%的现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



良机，在频频换手中错失

频繁地更换股票是导致投资失败的重要因素之一。一个鲜明的例子是：少年巴菲特曾以每股38美元的价格买下三只城市建设公司的优先股，他的姐姐也以同样的价格买了三股。不久之后，股价下跌至27美元。后来当股价回升至40美元时，巴菲特把自己和姐姐手中的股票一起抛掉了。扣除佣金之后，他从中获利5美元。可是这只优先股很快从每股40美元一路飙升至每股200美元，这令巴菲特心痛不已，他失去了一个更好的利润收入机会。

在实际操作中，许多投资者也会出现青年巴菲特的这种现象。由于投资者对市场寄予了过多的关注，对市场的变化常常反应过度，结果常常是一听到风吹草动，便迫不急待地做出决定——不是急着买进，就是急着卖出。事实上，人们对股市的跌涨并非没有思想准备，问题在于：到底有多少人能做到眼看着自己资金在一天天缩水而保持镇定自若？巴菲特认为，成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者必备的一种素质就是从资金到心理上，都能为市场不可避免的波动作好准备。不仅要从理智上接受市场可能出现的任何变化，同时保持镇定与独立的判断能力，就能避免面对不良情况而无所适从的局面。事实上，如果你坚持认为自己当初的决定是正确的，你就不必理会市场的任何变化，并保持应有的从容态度。正如格雷厄姆所言："一个真正的投资家极少被迫出售其股票，而且他们拥有在任何时候都能对当时的市场情况置之不理的心态。"

一个理智投资者的标签是，他对市场的任何变化都能做到处变不惊。如果投资者面对市场毫无理由的下跌，总是感到惊慌失措甚至弃股而逃；或者你还没有行动，但却不时感到惴惴不安，觉得自己就要变成穷光蛋了。这种脆弱的心理会让你原本拥有的优势变成劣势。结果，你变成了时刻关注别人的行动与看法，总是担心错过什么的人，这种提心吊胆的心态对投资者来说是极大的克星。投资者不仅不能从投资中获得巨大的利润，甚至连你的本金也会在你的担惊受怕中损失得一干二净。

股市中还有一种现象，就是大多数投资者购买股票的方法都是愚蠢的。他们常常看上一大堆数据，然后从中找出那些看上去似乎不错的股票，或者根据所谓的"经济大环境"来选择购买的时机。事实上，就连那些专业的经纪人都是用这样的方法来选股的。他们在很大程度上听从于对经济景气指数的报告，在他们的投资报告中，常常会出现诸如这样的话："经济形势良好，因此应该购买股票。"这种说法从表面上看，似乎很有道理，可事实上却行不通。经济形势的变化往往出乎人们的预料，各种不确定因素随时都有可能进行干扰，就连最为权威的机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也不敢声称自己的预报就是准确的。这样做的结果是，你只能永远跟在别人的后面，而你希望的收益也将一次次化为泡影。这可能就是所有投资者最容易违犯、也最难以改正的一个缺点。所以，将自己的输赢寄托在分析师身上而没有了自己的判断，是非常不可取的。

与那些对市场信息过度敏感的人有所不同的是，有些投资者一旦选择了股票，便放心地长期持有，他们并不过度关注股价每天的变化，从而也就免于遭受由于别人的判断失误所带来的痛苦。

人们的从众心理在投资领域常常表现得非常突出，所以才会不时出现投资者争相购买或争相抛售某只股票的情形。

因此，巴菲特告诫投资者，不要因为发生了的错误判断而落荒而逃，无论何时都不要失掉自己清醒判断的能力，同时还要保证自己不受他人情绪的影响。无论市场风云如何变幻，你只需要抓住最根本的，即保持对企业的清醒客观的认识就行了。至于其他来自市场及他人的行为与情绪，你可以统统忽略。“你不可能靠着市场的风向标致富。你要记住，不要试图弄清市场在做什么，你只需弄清你要理解的行业，并全神贯注就够了。”

巴菲特认为，频繁的交易对投资人并没有什么好处，只是养肥了证券商而已。他说：“如果你认为你可以经常进出股市而致富的话，我不愿意和你合伙做生意，但我却希望成为你的股票经纪人。”

对于投资者来说，最大的收益并不是在频频换手中得来的，问题在于如何把握股票的买进卖出的时机。对此，费雪认为，投资者购买股票的最佳时机是在某个前景看好、具有投资价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的新企业刚开始启动时购买。一般来说，企业的新产品刚刚开始上市时，需要有一个打开销路的困难时期。此时，大多数投资者对其信心不足，这家企业还不会成为大家追捧的目标，就可以大胆下手。其次，对具有前途的企业项目进行投资。对那些具有前途的企业，随着市场容量的扩大，产品的销量也会增大，这些都会大大增加公司的利润。所以，在其股票价值上涨到真正反映出这种前景之前，你都有购买的机会。

除了买进时机外，就是如何把握股票的卖出时机。费雪认为：当买进股票时各方面都运行良好的话，那么就决不卖出这只股票。投资者应当长期持股，除非形势发生变化。如果企业发生变化，或者出现下列一些情况时，那么投资者最好的选择就是卖出股票。

(1) 你发现自己当初选择股票时对这家企业所作的评价是错误的。

(2) 公司的管理方法发生了变化。

这家公司可能变得过于庞大，以至于它的发展空间已经非常有限，甚至已经开始走下坡路了。

(3) 适合卖出股票的时机可能也存在，但这种情形通常会令你承担不必要的风险，所以这种情况不应当经常出现，除非你有绝对的把握。即你发现了一个非常好的机会。也就是说，除非你发现有另外一只股票能够让你稳稳当当地实现20%的年收益，而为了有资金去拥有这只股票，你不得不将手中另一只虽然也在成长，但速度较慢的股票卖掉。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过，费雪认为，这样做的风险是很大的，因为你对自己发现的这只新股票很可能认识不够。其实，许多投资者都有为了另一只看上去可能更有潜力的股票而将手中现有的股票套现的经历，这样做的后果十有八九让你不能如愿得到更好的回报。所以，费雪不得不指出，这种情形虽然不失为一种卖出股票的时机，但一定要谨慎从事。此外，他也力劝投资者不要抛弃那些多年来逐渐熟悉的东西，理由是频频换手会使股票利润远远低于长期持有的收益。

巴菲特认为，对于长期持有者来说，交易的次数少使交易佣金等交易成本在投资总额中所占的比重就会少。短期持有频繁买进卖出，交易佣金等交易成本累积起来将在投资总额中占较大的比重，相应会减少投资收益。投资者交易次数越多，他所需要支付的佣金也就越多。如果投资者想获得超过市场平均水平的超额收益，他每笔投资的收益都应当比市场平均水平高出几个百分点，以弥补交易成本。比如，如果你想超过市场平均收益率8%，而预期市场平均收益率为10%，同时，由于每笔投资的佣金和交易费用平均占交易金额的2%以上。那么，你每笔投资收益率一定要高于12%才能实现预期收益率。

专家查尔斯·埃里斯的研究证明了股市中的一个规律：交易次数越频繁，投资收益越少。“资金周转率超过200%的投资者，除非其每笔交易都高出市场平均收益率几个百分点以上，否则他不可能达到股市平均收益水平。”

另一位专家特伦斯·鲍伯的研究进一步证明了频繁交易将导致投资收益率水平降低。他分析10年内的8万个家庭的股票交易记录。这些家庭平均的年收益率达到了18.7%，稍稍高出市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18.1%的平均收益率水平。而扣除佣金后，净投资收益率为16.6%，比市场平均水平低2.5%。他还对每年每个家庭不同投资组合周转率下的净收益率进行了比较，发现随着交易次数的增加，收益率将会进一步降低。交易最频繁的家庭，年净收益只有10.0%，而交易次数最少的家庭年平均收益率则高达19.5%。如果以复利计算，经过10年后，这种收益率的微小差别将对投资者的财富造成巨大的差别。特伦斯·鲍伯的研究结论是：投资组合并不能解释投资收益率的差异，只有交易成本和交易频率能够合理解释这些家庭投资收益率水平差异很大的原因。

巴菲特在伯克希尔公司1983年的年报中详细讨论了股票频繁交易带来的巨额交易成本以及股东财富的惊人损失。

"股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性。使用'交易性'和'流动性'这种名词的经纪商对那些成交量很大的公司赞不绝口。但是，投资者必须明白，对在赌桌旁负责兑付筹码的人来说是好的事情，对客户来说未必是好事。一个过度活跃的股票市场其实是企业的窃贼。

"例如，请你考虑一家净资产收益率是12%的公司。假定其股票换手率每年高达100%，每次买入和卖出的手续费为1%(对于低价位公司来说手续费要高得多)，以账面价值买卖一次股票，那么我们所假设的这家公司股东们总体上要支付公司当年资产净值的2%作为股票交易的成本。这种股票交易活动对企业的盈利毫无意义，而且对股东来说意味着公司盈利的1/6通过交易的'摩擦'成本消耗掉了。

"所有这些交易形成了一场代价相当昂贵的听音乐抢椅子游戏。如果一家政府机构要对公司或者投资者的盈利征收16.66%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的新增税收，你能想象这会导致公司和投资者疯狂的痛苦反应吗？通过市场过度活跃的交易行为，投资者付出的交易成本相当于他们自己对自己征收了这种重税。

“市场日成交量达到1亿股的（如果把场外交易也算在内，那么这种成交量在今天已经是非常低了）交易日对股东来说不是福音而是诅咒，因为这意味着，相对于日成交量5 000万股的交易日，股东们为变换坐椅要支付两倍的手续费。如果日成交量1亿股的状况持续1年，而且每次买进卖出的平均成本是每股15美分，那么对于投资者来说，坐椅变换税总计约75亿美元，大致相当于财富500强中最大的4家公司埃克森石油公司、通用汽车公司、美孚石油公司和德士古石油公司1982年的利润总和。”

在中国，许多投资者卖出股票的唯一原因，只是因为它的价格已经上涨了不少。对于那些因为抱着投机心理购买股票的人来讲，这可能不失为其卖出股票的最好理由。不过，对一个理性的投资者来讲，如果当初的选择是正确的话，他就不会单单因为股价上涨到了一定的程度就将股票抛弃，因为真正的大公司会不断地发展壮大，其股票也会随之上扬。只要企业的发展势头是朝着好的方向，你就没有理由将它的股票卖出。

另外，许多投资者在市场出现正常的波动时便迫不及待地卖出股票以求获利，等到股价跌至更低的时候再重新买入。这种方式从表面上看来当然非常合理，不过在实际操作中，往往会错过股票反弹的最好时机，再加上投资者必须支付更多的所得税费，以至于整个的交易成本都会有所增加，所以你不一定能从自己的劳动中有所获利。费雪认为，如果投资者在选择股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票时，从一开始就对企业有着较为全面的认识，并对其未来的发展有合理的展望，便大可不必为了获得那一点点的波动差价而如此费心了。例如，如果投资者认为一家企业的股价会在10年内翻三到四倍，便不必为它近日上涨了或是下跌了40%而卖掉股票，投资者应当坚信市场的波动是正常反映，有所坚守才能获得自己想要的利润。

不要盲目买进过多种股票

“一鸟在手胜过百鸟在林!”巴菲特在伯克希尔公司的年报里，引用古希腊《伊索寓言》中的这句谚语，再次阐述了他的投资概念。

在市场上，出手不凡的最好办法是不要成千上万地买进股票，要等待那几个难得的机会。尽管巴菲特2004年由于一直没有找到太好的项目进行投资，使得手上的430亿美元的现金始终无法产生任何利润。

一个投资者应当买进多少种股票呢？巴菲特会告诉你，这取决于你的投资方法。如果你能对商业进行分析和评价，那么你并不需要很多种股票。作为公司的一个买主，没有任何规定要求你应当拥有主要工业股票以外的别的股票，也没有要求你必须投资40、50甚至100种股票以达到投资分散。甚至现代金融业的高级专家也认为：“包含15种股票的投资组合就已经在85%的程度上达到了分散投资的目的，投资30种股票时，比例会上升至95%。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特认为，需要广泛分散投资的人是那些根本不知道自己在做什么的人，即一无所知的投资者。如果“一无所知”的投资者想要购买普通股，他们应当在较长时间内慢慢买进大量证券。换句话说，他们应当运用指数基金和美元成本来平衡他们的买进。关于这项简单的技巧没什么可害羞的。巴菲特说，指数投资者将比大多数专业投资人士表现得更好。

既然投资者手中持有多家公司的股票，那么，所要做的就是不仅要避免出售最好的公司股票，还要在你挑选收购新的公司股票时，倾注更多的关心。作为持有多只股票的投资者，必须抵抗那种仅仅因为有现金就购买一般公司股票的诱惑。如果公司不符合你的标准就不要购买，要耐心等待合适的公司出现。在巴菲特看来，一生要作出成百上千次的精明决策过于困难。他宁愿稳定自己的投资组合，这样他就只需要作出几个正确的决策就可以获利了。

对巴菲特来说，投资在一定程度上和打棒球很相似。投资就好比是一连串的“公司”掷球，投资人要获得高于一般水平的业绩，他必须等待，直到某家公司穿过击球区到达“最好的”单元。巴菲特相信，投资者过于频繁地击糟糕的球，他们的业绩就会受到坏的影响。也许，并不是投资者不能认出好的掷球，困难之处在于投资者无法抵御挥动球棒的诱惑。

不要挥棒击打那些低的和出界的球。要学会等待那些好的掷球。美国传奇棒球击球手特德·威廉斯在等待他最好的来球时，时常要冒着出局的风险。巴菲特说，投资者在这方面要简单一些，不像威廉斯，因为“即使我们有三次没有击那些刚好在击球区内的来球，也不会出局”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特看来："投资是这个世界上最伟大的活动，因为你从来不需要挥棒。你只需要站在击球线上，投手把股票的价格投给你——通用汽车47美元！美国钢铁39美元！而且没有人要求你一定要击球。就是你错过了机会也不会遭到惩罚。你可以用一整天的时间等待你希望得到的投球。然后，当投球手睡觉的时候，你就可以不知不觉地走过去击球。"

巴菲特从不做过多的投资，如果没有合适的股票出现，他便一直等待下去。"作为一个独立的投资者，最大优势便是他可以站在本垒永久地等候一个好球，如果他想让球精确地到达他的肚脐眼上两英寸而不是其他地方的话，为了达到这一目的，他就可以一直站在那儿等，直到球有一天真的打过来了。"巴菲特建议那些总是频繁操作买进卖出股票的投资者，给自己的投资数量作个限定值，比如你可以限定自己在一年内只买卖一至两次，或者更少，这样你可以在选择股票的时候更加理性与谨慎。如果没有好的投资对象，巴菲特宁可持有现金。据晨星公司统计，现金在伯克希尔·哈撒韦公司的投资配比中占18%以上，而大多数基金公司只有4%的现金。

在巴菲特看来，耐心是一个成功的投资者极为重要的素质。由许多只股票组成的投资组合每天都会发生变化，频繁地买进卖出，不断地进行操作是其鲜明特色。作为一个集中投资者，巴菲特非常反对这种不断变化的投资组合。

巴菲特在找不到好的投资对象时，会耐心地等待。不过，他可不是一味地消极等待，而会采取一些适当的行动。例如他1986年发布了内容如下的广告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们想在 1986 年 12 月 31 日前收购一些价值 1 亿美元的企业。如果您拥有这样的企业，您应该考虑将它卖出，这其中至关重要的原因在于：如果 44 天以后，您再决定将其卖出，您为此付出的税费将提高至 52.5%。我们都知道，联邦政府对资本收益的税率已经从 20%调升至 28%。而十有八九，现行的资本收益的州税率也将大幅升高。

第二是有关税费的考虑。从 1987 年 1 月 1 日开始，现行的通用原则将被废除。这一改变将使出售企业的国家资本收益税率升高至 52.5%。向您的律师、会计师或投资银行家咨询一下，看看它将对您的境况产生什么样的影响。

通用原则的变化，不适用于 12 月 31 日之前完成的交易，在其他条件相同的情况下，如果您在这一天之前完成了交易而不是将其拖后，毫无疑问您会多赚上一大笔钱。

伯克希尔·哈撒韦完全可以保证在 12 月 31 日的最后期限之前完成交易。我们财力充足，而且行动神速。在已经实现的企业并购中，大多数都是只经过一次商讨，我们就与企业所有人达成了一致的购买意向。如果您能够致电我们，简单地描述一下您的企业，而且说明您所寻求的交易方式，我们可以立即告知您我们是否有意收购。一旦我们决定购买，我们便会立即付诸于行动。以下是我们提出的买进标准。

(1) 大型企业（税前赢利最少为 5 000 万美元）；

(2) 显示出始终如一的赢利能力（我们对将来的预期以及“突然好转”的局势丝毫不感兴趣）；

(3) 在股票上有良好的收益，同时没有或几乎没有债务；

(4) 具备良好的管理能力（我们不负责提供管理）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(5) 企业性质简单（如果涉及过多的技术，我们难以理解）；

(6) 提供价格（我们不希望在对价格毫不知情的情况下，把我们以及卖方的时间浪费在商议上，即使只是最初步的）。

以上标准相当严格。因此，我们只希望那些完全符合这些标准的企业与我们联系。

我们欢迎有意出售的卖主，向我们过去买入的企业咨询，以此来检查我们所具备的能力。您将发现我们的与众不同之处：我们购买的目的是继续保持（并不是周期性地通过“改组”以引起股市的震荡）；我们依然放权给附属公司的管理方，由他们像过去一样自行经营；而我们的所有权，以及管理体系，预计要在几十年后才真正体现出来。

如果您对此有意，请拨打 402-346-1400 致电给我。或者，您也可以拨同样的号码先找凯瑟女士，要求她用特快专递先寄一份伯克希尔·哈撒韦的年报给您。您所提出的询问将完全保密，我们不用任何职员，而且也不需要和任何顾问、投资银行家以及商业银行家讨论您的企业。和您打交道的只有我和伯克希尔的副董事长查尔斯·芒格。

如果您有任何兴趣，请立即拨打我们的电话。否则，20% 的税率即将上涨为 28%~52.5%。

沃伦·爱德华·巴菲特

另外，巴菲特还在《企业保险》杂志上做过一则广告。共刊登了三期，标题是“伯克希尔·哈撒韦寻找投保财产/灾害保险，且保费为 100 万美元或以上的企业。”

1993 年的伯克希尔年会上，巴菲特接受了《每晚商业报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



道》的主持人琳达·奥布莱思的采访，在回答他是否还有购买其他企业的打算时，巴菲特应说：“当然，我一直在寻找可以买进的企业。”

随后，他不露痕迹地趁机做广告说，如果观众中有人拥有价值20亿~30亿美元的企业，而且愿意将企业卖给他的话，请给他打电话。

同收购企业一样，巴菲特认为，只要他觉得对某只股票满意，他就会去买，即使接下来交易所关门10年也无所谓。他买某只股票就是想永久拥有它，而决不是因为感到它要上涨。你无需每天都盯着计算机屏幕猜测股价的下一步变动方向。你要相信，如果你对某个公司的看法是正确的，而且你正好在一个合适的价位买下了它的股票，你只需耐心地等待便可以了。

要等到合适的机会再出手

投资者不要因为没事做而想要这里尝试一些、那里买一点，希望能够碰到好运气。而应该集中精力寻找几家非常优秀的公司，这样就能够确保自己不随便投入资金、买入自己不值得投资的公司。

众所周知，在巴菲特40多年的成功投资生涯中，真正成就他今日财富地位的仅仅是10多次投资决定的。结合自身经验，巴菲特建议投资者建立一张卡片，上面只允许自己打20个小洞，每次买入一种股票时必须打一个洞，打完20个就不能再买股，只能持股。这种态度会使投资者从“盲目地购买”转变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正优秀公司的长远投资人。

巴菲特把选股比喻成射击大象，投资人所要选择的是一头很大的大象。虽然大象不是常常出现，而且跑得不是很快，但是如果你等到它出现时才来找猎枪，可就来不及了。为了能够及时抓住这个机会，投资者任何时刻都要把上了子弹的猎枪准备好。也就是说，投资者任何时候都要准备好现金等待着那只大象——大好投资机会来临。比如在美国股市飙升时期，巴菲特就很少购入大笔的股票，反而累积现金。

而一般的投资者就是喜欢东买西买，名下股票种类多得不胜枚举，等到最佳企业廉价购入的机会到来时，反而手上剩下的资金不多。这就像打猎，大象一直不出现，猎人便失去了耐心，就连松鼠、兔子等小动物也照射不误。结果，等到大象出现时，子弹已经所剩不多。

巴菲特在 1999 年 3 月向股东们强调，股市升腾已经使美好的购入机会不再，因此他找不到适合射击的大象。但有一点他是可以保证的，那就是他和查理将会集中精神和保持耐心，等着大象的出现。

巴菲特本身的投资次数的确是很少的，但一旦决定投资就会投入大笔资金。比如，自从 1960 年末全盘卖出手上的白银之后，巴菲特一直都在注意着国际银量的供需状况，看看有没有可以借市场错误标价而再赚一笔的机会。尽管他 30 年来一直都在注意着银量的生产、供应和需求，但他却没有发现巨大的获利机会，因此 30 年来都没有任何举动。

直到 1997 年，巴菲特觉得机会来了。他发现整个 20 世纪 90 年代，每年的银产量都少于需求。简单地讲，白银不像金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



条那样主要是为了装饰用，而是拥有一些很重要的实际经济用途，包括制造日常拍摄的相片底片等。但问题是银一般不是采矿者心目中的主要金属，而是他们从地下采掘其他金属(如金、铜等)时所取得的副产品。因此，就供应量而言，会受其他金属供需情形的影响。比如，如果金条价格大跌、铜的需求大降的话，这两种金属的采矿量将减少，这也导致银的生产量相应下降。问题是银的经济用途是相当稳定的，因此这将使银价因供应不足而上涨。但在90年代，巴菲特发现国际市场银的供应商一直不停地消耗他们的存货，因而导致价格一直没涨。换言之，银的公开价格还未反映出实际上的供需情况。这种“消费多过生产”的现象迟早将导致国际市场上银的存货被人掏尽，而银价必将上涨。



这就是非常典型的巴菲特所谓的“令人流口水的价格”。看中这一点之后，巴菲特在1997年总共买下了超过2.8万吨的银，一夜之间，从30年来完全没有持有任何银，摇身而成为世界最大的银主人。30年来一直不停地注意市场的供需状况但从未买入，而机会一到的时候，则大笔进场，这就是巴菲特的过人之处。巴菲特在选购股票的时候也是这样。如果他觉得不值得买，那他就一张股票也不买。如果值得买，他就会大举进场，绝对不会有半点犹豫不决。

就如其他杰出的投资家一样，巴菲特有着很强的识别力——他抵制住了在当时看上去非常有吸引力的一些股票的诱惑。巴菲特不允许自己随波逐流地去购买那些只是由于价值被低估才具有投资价值的股票。

例如，美国股市上大约有10 000只股票，包括甲骨文公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，都以低估了的价值为基础进行交易，但是在这10 000家公司中只有很少的一部分具有引人注目的长期发展前景。大多数公司或者是基础很差，或者是有着起伏不定的发展史，在巴菲特看来，这样的公司应该尽量地避免接触。另外一些公司能够提供阶段性的交易收益，但是当投资群体厌倦了它们的题材，转而去别的地方寻找短期利润时，这个公司就衰退了。

巴菲特认为，在投资者手中有现金的情况下，也应该抵制住购买股票的诱惑。在很多情况下，沉甸甸的钱包招致了错误的产生。巴菲特在1999年初持有35亿美元的现金和伯克希尔·哈撒韦公司的债券。他对此感到非常满足，因为这些财富相当于许多小国家年国民生产总值之和，他准备长期持有这些财富，直到发现有值得去购买的、处于合适价位上的公司。与此形成鲜明对照的是，大多数投资者感觉有一种心理的需要，想让自己手里宽松的资金立刻发挥作用。他们不是耐心地等待所喜爱的股票价位下跌，而是在没有考察这些公司基本财务状况的前提下，购买了一些品质比较差的公司股票，或者以一个很高的价钱买了本该很便宜的股票。

为了避免这种错误，巴菲特的做法是先鉴定那些他在以后几年中希望拥有的所有股票，然后在某个时间购买，但是只是在这些股票的价格降到非常有吸引力的时候他才会出手。如果股票的价格没有很快降到所希望的价位，他不会采取任何行动。因为他知道他所希望的价格下跌迟早会到来。在这期间，他把注意力转向那些价格已经降到理想水平的公司上。

为了帮助你练习这种购买方法，你应该像巴菲特一样列出一个有发展前途的公司的图表。下面这个图表是巴菲特为自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



设计的，显示了他在现在愿意支付的最高价格。他总是把这个图表放在一个方便的地方，以便定期进行核查。

名　称	价　格	欲购买单位	评　论
美国运通	$135	$100	不够便宜
阿姆根公司	$65	$45	太贵了
思科系统公司	$130	<$60	下挫风险太大
联邦快递	$33	<$40	现在可买入
通用电气	$135	$135	现在可买入
英特尔公司	$115	$70	价格太不稳定
耐克公司	$39	$45	不可错过
纽科公司	$45	<$50	买入
宝洁公司	$65	<$85	准备买入
太阳微系统公司	$95	$65	过高估价
沃尔迪·迪士尼	$38	$25	盈利令人担忧

大量购买某只股票的好处是它强迫投资者时刻保持警惕。购买之前，你必须确定这个公司合理的价值，这意味着你要仔细研究公司状况。把多一些的时间投入到评价过程将会大大减少在不成熟情况下购买的几率。由于在股票选择上花费了很长时间，投资者最终会把待选的股票减少到很少的几个。然后，就会重新考虑这些待选股票，并且在某一个时间，当它们的价格下跌到合适水平时进行购买。以这种方式进行购买还可以积累起投资者真正所希望的资产，并且能够阻止你购买那些不特别想要的股票，因为自己手里已没有多余的闲置资金。另外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种方式还有利于控制你的急躁情绪。

投资者应该定期更新核查列表，保证目标价格的合理性。如果一个公司的发展前景黯淡，投资者最初制定的购买价格就显得太高。相反，如果一个公司状况出现了根本性的提高，股票的价格就不会回退到投资者购买时的水平。在这种情况下，投资者必须对公司进行重新评价，决定它的价值是否真的值那么多钱。

关键的一点在于，当投资者没有投资的时候，不要感觉应该投资。一旦对所选的股票充满了信心，自然会做出越来越正确的买卖决定。

通过上面的一些文字，你可能会更明白为什么巴菲特喜欢“放弃击球”这个概念。用数学语言来表达就是，它限制了错误的出现，提高了获利的机会。巴菲特非常敏锐地意识到投资是一种可能性的游戏。如果你在市场上的平均击中率是0.6——也就是说你有60%的选择是正确的——你会把你的资产经营得很好。当机会增加到75%，你就会做得特别出色。当成功机会进一步增加——到80%或者更多——你就会永远享受那令人咋舌的高额回报。没有任何因素比在合理价位上购买成长性好的股票更能增加你的机会。

“放弃击球”还培养了投资者的耐性和自我克制。耐性让你勤奋、富有理性。勤奋、理性带来的是丰厚回报。当投资者耐心等待合适的“来球”，就会迫使自己在购买之前仔细研究公司的情况。你会花费时间对公司进行调查，阅读它的财务报告，学习有关它的行业知识、有关它的评价，以及它的经营模式，从而代替那种在不合适的价位上投入5 000美元购买美国在线股票的冲动行为。在美国在线公司的股票价位没有达到合适位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



置，在没有完全掌握公司的情况之前，投资者绝不要购买。对于其他公司来说，我们应采取同样的方法，不管它是微软公司、电力公司还是价值 1 美元的生物科技股。

做一名真正的投资者

巴菲特认为，真正的投资者在投资技巧方面，以及投资心态方面都有着很鲜明的特点，从而有别于那些投机者。现在，就让我们来看看下面列出的 5 个关键的区别点。



(1) 不担心经济形势。

巴菲特认为正如人们无需徒劳无功地花费时间担心股票市场的价格一样，真正的投资者不会无谓地担心经济形势。如果你发现自己正在思考经济是否稳定地成长，利率是否会上扬或下跌，或是否有通货膨胀或通货紧缩，那么你就是在浪费自己的时间和精力。巴菲特决不浪费时间去分析这些。

有些投资人时常以一个经济上的假设作为起点，然后在这个完美的设计里选择股票来巧妙地配合它。巴菲特认为这个想法是愚蠢的。没有人具备预测经济形势的能力，对股票市场同样也无预测能力。其次，如果你选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，你不可避免地会面临变动与投机。不管你是否能正确预知经济形势，你的投资组合将视下一波经济状况如何而决定其报酬。而巴菲特较喜欢购买在任何经济形势中都有机会获益的企业。当然，整个经济力量可以影响毛利率，但是整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体看来，不管经济是否景气，巴菲特的企业都能够得到不错的收益。在选择并拥有有能力在任何经济环境中获利的企业时，时间是最有利的武器。而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济景气时，才可以获利。

(2) 不理会股票市场的每日涨跌。

除了不必担心经济形势之外，巴菲特还对股票市场的每日涨跌无动于衷。

巴菲特解释说："请记住股票市场是狂癫与抑郁症交替发作的场所。有的时候它对未来的期望感到兴奋，而在其他时候又显出不合理的沮丧。当然，这样的行为创造出了投资机会，特别是杰出企业的股价跌到不合理的低价时。但是，正如你不会采取情绪起伏不定的顾问的建议一样，你也不应该允许股市操纵你的投资行动。股票市场并不是投资顾问，它的存在只是为了帮助你买进或卖出股票罢了。如果你相信股票市场比你更聪明，你可以照着股价指数的引导来投资你的金钱。但是如果你已经做好了准备，并彻底了解所投资的企业，同时坚信自己比股票市场更了解企业，那就拒绝市场的诱惑吧!"

在巴菲特的办公室里并没有股票行情终端机。没有它，巴菲特似乎也能轻易过关。巴菲特认为：如果一个人打算拥有一家杰出企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动，这么做是不合逻辑的。最后他将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，他的投资组合反而变得更有价值。不妨做个测验，试着 48 小时不要注意市价、不要看计算机、不要对照报纸、不要听股票市场的摘要报告、不要阅读市场日志。如果在两天之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后持股公司的状况仍然不错，试着离开股票市场4天，接着离开一个星期。你很快会看到自己的投资状况仍然良好，公司仍然运作正常，虽然他并未注意它们的股票报价。

正如格雷厄姆所说："一个人离华尔街越远，对所谓股票市场预测与选择买卖时机的主张也就会越发怀疑。"因为奥马哈与纽约有一个较为适宜的距离，巴菲特对市场预测毫不相信也就不足为奇了。巴菲特不去预测短期的市场动向，也不相信任何其他人能够预测。他长期以来一直认为"股票预测的唯一价值是使财富的统计数字好看一些"。巴菲特不去预计在什么时间里市场行情会上升或下降。他曾开玩笑说："我们只不过简单地尝试在别人贪婪时沮丧，而在别人沮丧时贪婪。"



巴菲特说："在我们买了股票之后，即使市场休市一两年，我们也不会有任何困扰，我们不会靠每天关注股票来确认我们的权益。"巴菲特很有理由地告诉投资者，他不需要市场的报价来确认伯克希尔的普通股投资。对于投资者，道理是相同的。当他们的注意力转向股票市场时，在心中的唯一疑问是"有没有人最近做了什么愚蠢的事，让我有机会用不错的价格购买一家好的企业"时，他们就已经接近巴菲特的水准了。

(3) 真正的投资者能保持冷静。

真正的投资者知道股价受到各种合理和不合理因素的影响，会上下起伏。当他们持有的股票的价格下跌时，他们的反应很镇定。他们知道，只要公司仍然保持吸引他们第一次买下公司股票时的质量，价格迟早会回升的。在这段时期，他们不会惊慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一点上，巴菲特一直坚持：除非你能做到看见自己的股票下跌50%仍然不惊慌失措，否则就不要进入市场。他还指出，事实上，只要你对自己持有股票的公司感觉良好，你应该对价格下挫感到高兴，因为这是一种能使你的股票获利的方式。

当股市处于另一个极端时，真正的投资者在面临我们称为“民众影响”的时候，也能保持冷静。当一只股票、一个行业或一个共同基金突然落到聚光灯下，受到公众瞩目时，大量民众都会冲向前去。麻烦就在于：当每一个人都认为这样做是正确的并做出同样的选择时，那么就没有人可以获利。在1999年年末的《财富》杂志上，巴菲特谈到了影响大量牛市投资者的“不容错过的行动”的因素。他的警告是：真正的投资者不会担心错过这种行动，他们担心的是未经准备就采取这种行动。

(4) *忽视所谓的多头和空头市场。*

如果投资者相信了空头市场即将来临而卖出手中不错的投资，那么他会发现，所谓的空头市场立即转为多头市场，于是又再次错失良机。

很多投资者经常受到市场谣传：下一个空头市场即将来临的威胁，于是心生畏惧进而成为受害者。通常这样的言论一出现，股票经纪人就会打电话告知投资者赶快卖掉手中持有的股票，他们这样做是因为可以趁你卖股票时赚取手续费。当然，下一回你将手中现金再次投入股市时，那些人就又有手续费的收入了。

巴菲特认为投资者这样的作法很愚蠢，空头市场不可能会如计划所排定的时间而发生。再说，那些股票预言家预测错误的次数和他们猜对的次数一样多，如果投资者相信了空头市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



即将来临而卖出手中不错的投资，所谓的空头市场不是立即会转为多头市场吗？

但这些投资者可能又说，如果空头市场不会降临，他可以再回到股市，同时以比较低的价格再买进先前出清的股票。但实际上在他们卖股之后，必须缴交易所得税和付出手续费，所以他们拿到手的现金会比原先的要少。此外，就算是空头市场真的来临，而他们想趁机再买回原先的股票，也要等到股价跌到可以弥补你所付出的税负和手续费的价位才可以行动。

柏纳德·巴洛克的经验是："别期望总是可以买在最低点，卖在最高点，这是不可能办到的——除非是骗子。"巴菲特的解决方法是全然忽视所谓的空头和多头市场。他可以做到是因为他以合理的价格买进股票，如果股价过高而无法提供足够的投资报酬，他是不会买进的。每日市场的变动不会影响巴菲特，而巴菲特也不去考虑这些事，他所思考的是要投资哪些企业，并以合理的价格买进它们。

巴菲特观察到，纵使"多头市场"在反转时也可能涌进大量买盘，而在空头市场仍有许多公司的股票被贱价抛售，巴菲特通常会利用这个大好时机来找寻投资机会。

例如，当美国股市在 1973 年处于低潮、市场人士大为恐慌之际，大家想尽办法抛售自己的股票，精明的巴菲特却全线杀入，到 1975 年股票大幅上扬，巴菲特赚得腰包鼓鼓。

最经典的战役是在 1987 年。10 月 18 日清晨，美国财政部长在全国电视节目中一语惊人：如果联邦德国不降低利率以刺激经济扩展，美国将考虑让美元继续下跌。第二天，华尔街掀起了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场震惊世界的风暴：纽约股票交易所的道琼斯工业平均指数狂跌508点，六个半小时之内5 000亿美元的财富烟消云散!

第三天，美国各类报纸上的通栏标题压得人喘不过气来："10月大屠杀"、"血染华尔街"、"黑色星期一"、"道琼斯大崩溃"、"风暴横扫股市!"……华尔街笼罩在阴霾之中。

这时，巴菲特在投资人疯狂抛售持股的时候开始出动了，他以极低的价格买进他中意的股票，并以一个理想的价位吃进10多亿美元的"可口可乐"。不久，股票上涨，巴菲特见机抛售手中的股票，大赚特赚了一笔。

在大家认为空头市场的时候，巴菲特并没有卖股票换现金，也没有袖手旁观。他眼中所看到的尽是机会，而其他的投资人只看到恐惧。

当然，**他的投资生涯一半是等待机会，还有一大部分时间是在研究和学习**。出手的时候仅仅是他完成的一点作业。而我们普通投资者投资证券市场往往喜欢做"蜂拥而至"里的"那一只蜜蜂"，不喜欢做孤独等待出击时刻的"猎鹰"。风平浪静的时候不下水，大浪淘天的时候跳进去，结果就是淹不死也呛了半条命。

(5) 在别人小心谨慎时勇往直前。

真正的投资者是设法在别人贪心的时候保持谨慎恐惧的态度。而在所有的人都小心谨慎的时候他们勇往直前。

巴菲特是一个精明的投资者。当巴菲特在20世纪80年代购买通用食品和可口可乐公司股票的时候，大部分华尔街的投资人都觉得这样的交易实在缺乏吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时多数人都认为通用食品是一个不怎么活跃的食品公司，而可口可乐给人的印象则是作风保守，从股票投资的角度来看，是缺乏吸引力的。但是在巴菲特收购了通用食品的股权之后，由于通货紧缩降低了商品的成本，加上消费者购买行为的增加，使得通用公司的盈余大幅增长。在1985年菲利普摩里斯（美国一家香烟制造公司）收购通用食品公司的时候，股价足足增长了3倍。在伯克希尔1988年和1989年收购可口可乐公司之后，该公司的股价已经上涨了4倍之多。

在其他的例子里，巴菲特更展现了他在财务恐慌时期，仍然能够毫无畏惧地采取购买行动的魄力。1973年—1974年是美国空头市场的最高点，巴菲特收购了《华盛顿邮报》公司；他又在政府雇员保险公司面临破产边缘的情况下，将它购买下来；在华盛顿公共电力供应系统无法按时偿还债务的时候，巴菲特又大举进场购买它的债券；在1989年垃圾债券市场崩盘的时候，这位股市“大佬”收购了许多奈比斯科公司的（美国一家极大的饼干制造公司）高值利率债券。巴菲特说：“价格下跌的共同原因，是因为投资人抱持悲观的态度，有时是针对整个市场，有时是针对特定的公司或产业。我们希望能够在这样的环境下从事商业活动，并不是因为我们喜欢悲观的态度，而是因为我们喜欢它所制造出来的价格。换句话说，理性投资者真正的敌人是乐观主义。”

另外，巴菲特并不会因为市场价格的改变而停止收购行为。虽然偏高的市场价格可能使得交易额减少许多，但是巴菲特还是能够发现吸引他的公司，进而收购它的股票。当市场价格下跌，多数投资人普遍持悲观态度的时候，具有吸引力的交易数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量将会增加。

巴菲特在1979年写了一篇名为《在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场》的文章。当时的股东权益的平均回报率是13%，债券的利率则在9%~10%之间变动。然而，绝大多数的退休金经理人选择购买债券而舍弃股票。1972年的股东权益回报率为11%，在此期间，巴菲特注意到，退休金经理人将出售债券所筹得的资金大量投入股市。1972年—1979年的差异到底在哪里呢？巴菲特提供了一个可能的解释：在1979年的时候，投资组合经理人感觉到，既然无法了解短期的趋势，最好还是别碰股票为妙。巴菲特表示，虽然这样的心态并非全然错误，但我们仍需承认下面两句话："未来的情况你永远都摸不清。""在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场。"

优秀的投资者并不预期股票市场的涨跌。如同巴菲特所指出的，了解其他大多数人的想法，并不能够代替自己本身的思考。想要获得大量收益，你就得小心评估各个公司在经济面上的基本特质。然而热情拥抱目前最流行的投资方式或情报，却无法保证你一定成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中 • 西 • 合 • 璧 • 的 • 本 • 土 • 化 • 管 • 理 • 利 • 器

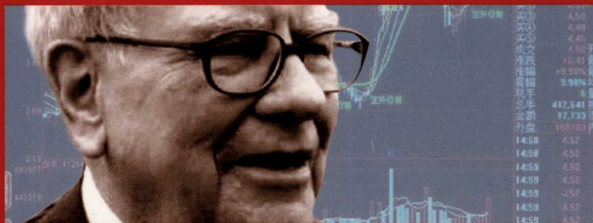
宝利嘉文库®
Bonanza Books

最简单有效的股市制胜法则

巴菲特投资经典6要素

最简单的，往往就是最有效的

巴菲特是有史以来最伟大的投资家
他仅依靠证券投资而成为世界上数一数二的富翁
他之所以被投资界敬奉为战无不胜的“股神”
就是因为他将这些简单原则遵循到极致而从不逾矩



SIX ESSENTIALS OF
Buffett Investment

陈列建议：投资理财/财经/畅销书

ISBN 978-7-5635-1572-1



9 787563 515721 >

定价：28.80元